

‘제도’로서의 투자신탁법제의 기본구조와 발전전략

The Fundamental Structure of the Korean Investment Trust Schemes As An Institution, and Their Development Strategy

박삼철 (Park Sam Cheol, 법학박사, 법무법인 율촌 고문)

이중기 (Lee Choong Kee, 홍익대학교 교수)

I. 서론

II. 투자신탁 법률관계에 대한 논란

1. 주요 경과
2. 문제의 제기
3. 투자신탁관계에 대한 학설

III. 영미 투자신탁의 기본구조

1. 英 · 美 투자신탁의 발전과정
2. 영국의 Unit Trust
3. 미국의 투자신탁

IV. 시사점 및 제도 발전전략

1. 총설
2. 수탁자 지위의 정립
3. 투자신탁계획 개념의 창설
4. 신탁재산 조성방식 변경에 따른 정비 : ‘매출’에서 ‘모집’으로
5. 운용사 지위 및 충실의무 정립
6. 판매회사의 지위 및 역할의 명확화

요약문

1999년 대우채환매사태를 계기로 환매소송이 제기되면서 투자신탁에 대한 학문적 연구가 시작되었으나 소송과 직접 관련된 판매회사의 법적지위와 환매의무 유무에 대한 지엽적인 부분에 집중되었고 투자신탁의 법적성질 내지 기본구조에 대한 연구는 본격적으로 행해지지 못했다. 그 결과 투자신탁제도에 관한 법령개정작업 또한 이론적 바탕없이 비체계적으로 이루어져서 현행 자본시장법상 투자신탁은 일본의 투자신탁과 영국의 투자신탁 중간 정도의 어정쩡한 모습을 하고 있다. 더 늦기 전에 투자신탁의 법률관계 내지 기본구조에 대한 이론적 체계를 정립하고 그에 기초하여 투자신탁 당사자간의 관계(권리, 의무, 권한 및 책임)와 투자신탁의 전 과정을 규율할 구체적이고 명확한 규정을 자본시장법에 마련할 필요가 있다. 투자신탁관계는 이미 전통적인 신탁을 넘어 집합적/간접적투자라는 목적에 맞게 ‘독자적인 제도’(sui generis institution)로서 진화하였다. 따라서 이제는 투자신탁을 전통적인 신탁법리로만 규명하는데 불필요한 노력을 쏟기 보다는 우리 현실을 반영한 투자신탁의 실질에 맞는 법리구성과 그에 따른 법규정비가 필요하다. 제도의 발전에는 한국 고유의 ‘경로종속

성'(path dependency)이 존재하기 때문이다.

그 동안 투자신탁법의 수차례에 걸친 개정과 특히 자본시장법 제정을 통해 우리 투자신탁은 상당부분 영국의 unit trust scheme에 가까운 모습이 되었다(실제로 자본시장법 제정시 영국유닛트러스트를 많이 참조하였다). 예컨대, 자본시장법에서는 투자신탁을 '신탁형태의 집합투자기구'로 정의하고, 수탁회사의 운용사 감시대상에 운용 외에 신탁재산 평가 및 기준 가격 산정도 추가하여 수탁회사의 운용사 감시기능을 강화하였다. 특히 자본시장법하에서 모집식을 전제로 한 공모투자신탁의 실제 업무절차 혹은 단계를 보면 사실상 영국 unit trust 제도와 유사하게 발전하고 있다.

하지만, 자본시장법상의 투자신탁은 상당부분 영국 unit trust와 유사하게 발전하였으나, 한편으로는 서로 상충하거나 부적절한 규정도 적지 않고, 있어야 할 규정이 없는 경우도 적지 않다. 따라서 투자신탁을 영국과 같이 '신탁을 포함하는 조직법적관계'로 이해하면서 한국적 현실에 맞추어 자본시장법을 정비하는 것이 보다 생산적이고 실천적일 발전방향이 것이다. 이 글은 이러한 맥락에서 수탁자지위의 정립, 투자신탁 스킴 개념의 창설, 신탁재산조성방식의 전환(매출식에서 모집식으로 전환)의 의미, 운용사지위의 정립과 충실의무부과, 판매회사의 지위와 역할 등에 대한 발전방향을 제시해 보았다.

주제어

투자신탁, 투자신탁의 구조, 운용사, 수탁자, 판매회사, 수익증권, 설정, 해지, 환매, 조직계약, 조직법, 사업신탁, 집합투자, 유닛트러스트, 투자회사, 법적신탁관계설, 이중신탁설, 실질적신탁관계설, 조직계약설, 준수탁자, 충실의무

I. 서론

투자신탁은 우리나라에서 가장 익숙한 투자펀드의 한 유형이다. 투자펀드는 투자자로부터 자금을 모아 증권 등의 자산에 투자하고 그 수익을 투자지분에 따라 투자자에게 배분하는 집합투자제도라고 할 수 있다.¹⁾ 이러한 투자펀드는 투자대상, 환매여부, 법적형태 등에 따라 다양하게 분류할 수 있다. 즉, 주된 투자대상이 무엇인지에 따라 증권펀드 · 부동산펀드 · 특별자산펀드 · 파생펀드 등으로 구분되고, 펀dzi분을 환매해주는지 여부에 따라 개방형펀드와 폐쇄형펀드로 구분되며, 일반대중을 대상으로 펀dzi분을 공모하는지 여부에 따라 공모펀드와 사모펀드로 구분된다. 그리고 펀드의 법적형태에 따라 신탁형펀드(투자신탁), 회사형펀드(투자회사), 조합형펀드(투자조합)등으로 구분된다.²⁾ 투자신탁은 다시 주된 투자대상이 무엇인지에 따라 증권투자신탁, 부동산투자신탁, 특별자산투자신탁 등으로 구분되고, 환매여부에 따라 개방형투자신탁과 폐쇄형투자신탁으로 구분된다. 펀dzi분을 환매해주고 주

1) 중에는 펀드 자체적으로 임직원을 두고 펀드재산을 운용하는 경우도 있으므로 투자펀드를 간접투자 제도로 부르는 것은 부적절하다. 예컨대, 우리나라의 부동산투자회사법상 자기관리부동산투자회사, 미국의 폐쇄형투자회사 및 UIT, 영국의 Investment Trust 등은 펀드 자체적으로 그러하다.

2) 신탁도 계약의 일종이므로 투자신탁을 계약형펀드로 부르는 경우도 있다. 그런데 독일 · 프랑스와 같이 신탁제도가 활성화되지 않은 나라에서는 신탁을 이용하지 않고 펀드운용자와 투자자간 계약형태의 투자펀드가 발달했는데 이러한 펀드를 계약형펀드라고 부르는 것이 타당하다(계약형펀드에서 펀드재산은 투자자가 공유하게 된다). 즉, 신탁을 이용한 펀드는 신탁형펀드로 부르고 신탁을 전혀 이용하지 않는 계약형태의 펀드만을 계약형펀드라고 부르는 것이 개념 구분상으로도 맞고 실질에도 부합한다.

로 증권에 투자하며 신탁형태를 취하고 있는 ‘개방형증권투자신탁’이 가장 일반적이다.

우리나라는 1969년에 일본의 증권투자신탁법을 참조하여 증권투자신탁업법이 제정되면서 투자신탁제도가 도입되었다. 증권투자신탁업법 하에서는 법의 명칭에 나와 있듯이 증권에 투자하는 투자신탁만을 규제대상으로 하고 있었다. 이후 2003년에 증권투자신탁업법(이하 ‘투신탁법’)과 증권투자회사법³⁾을 통합한 간접투자자산운용업법(이하 ‘간접투자법’)이 제정됨에 따라 증권 이외의 자산을 주된 투자대상으로 하는 투자신탁이 허용되었고,⁴⁾ 2009년에 자본시장및금융투자업에관한법률(이하 ‘자본시장법’)이 제정되면서 투자대상 자산이 더욱 확대되었다. 자본시장법 외의 법률(중소기업창업지원법, 여신전문금융업법등)의 적용을 받는 투자펀드도 일부 있지만, 신탁형펀드(투자신탁)에 대한 규제는 자본시장법으로 일원화되어 있다.

투자신탁은 영국에서 발전하여 일본과 우리나라를 포함한 전세계에 보급된 제도지만 현재 나라별 투자신탁의 모습은 같지가 않다. 영국은 ‘투자신탁스킴’이라는 개념을 창설하여 이를 ‘재산보유도구로서 신탁을 이용하는 투자펀드’로 이해하고, 투자펀드법에서 투자신탁스킴의 설립에서 해지에 이르는 전 과정에 대해 매우 구체적인 규정을 두고 있다. 이는 투자신탁이 신탁법리만으로는 규율하기 곤란한 조직계약적 성격이 있는 점을 충분히 인식한 결과⁵⁾라고 할 수 있다. 영국이 투자신탁을 이렇게 취급하는 것은 무엇보다 투자신탁이 신탁을 이용하는 집합투자제도이지만 전통적인 일반신탁과는 그 성격이 다르기 때문이다. 일반신탁은 ‘재산을 타인에게 증여 또는 양도할 목적으로’ 신탁을 이용하는데 비해 투자신탁에서는 ‘자신의 재산을 증식할 목적으로’ 신탁을 이용한다는 점에서 근본적인 차이가 있다. 나아가 투자신탁에서의 신탁재산은 회사의 자본과 같이 투자수익을 얻기 위해 사용되는 투자재원이라는 점에서 회사의 자본과 큰 차이가 없다.⁶⁾ 이것이 일반신탁과 투자신탁의 가장 큰 차이이다.⁷⁾ 또한, 일반신탁에서는 수탁자가 신탁재산의 소유권을 가질 뿐 아니라 신탁재산의 운용권한도 가지고 있으나, 투자신탁에서는 신탁재산의 운용권한은 수탁자가 아닌 별도의 독립된 전문가(운용자;manager)에게 귀속되고 수탁자는 투자자를 위해 그 운용자를 감시하는 기능을 수행한다. 초기 투자신탁에서는 수탁자가 신탁재산의 소유권과 운용권을 모두 가지고 있었지만 제도 발전과정에서 투자자보호를 위한 지배구조⁸⁾ 차원에서 자연스럽게 운용권한은 운용자에게로 귀속되었다. 요약하면, 투자신탁은 탄생 당시에는 신탁이었으나 성장하면서 신탁을 이용한 별개의 ‘제도’(institution)로 발전했고, 그 조직법(organizational law)⁹⁾적 특성은 오히려 회사에 가까워 졌으며, 영국에서는 이런 점을 충분히 고려하여 투자신탁을 이해하고 관련법규를 정비해 왔다.¹⁰⁾

3) 직후인 1998년에 증권투자회사법이 제정되면서 증권에 주로 투자하는 회사형펀드(증권투자회사)가 도입되었다.

4) 간접투자자산운용업법 제정 이전에는 신탁경영은행이 불특정금전신탁을 합동운용하는 방식으로 증권이나 부동산에 투자하고 있었는데, 그 실질은 증권투자신탁, 부동산투자신탁에 해당하였다.

5) III. 2. (2) IV. 3. 참조.

6) 이러한 cash fund principle의 태동에 대해서는 III. 1. (2) 3) 참조.

7) 일반상사신탁 중에서 금전신탁은 자신의 재산증식을 목적으로 한다는 점에서 투자신탁과 유사하나, 일반금전신탁의 경우 투자자별로 형성된 신탁재산이 독립적으로 운용되는 개별적인 투자수단임에 비해 투자신탁은 다수투자자의 자금이 하나의 신탁재산이 되어 운용되는 집단적인 투자수단이라는 점에서 차이가 있다.

8) 투자신탁 및 투자회사의 펀드지배구조에 대해서는, 이중기, “투자신탁펀드의 지배구조에 관한 비교법적 연구” 증권법연구 제2권 제2호 (2001) 63면 (이하, “이중기, 투자신탁의 지배구조”)참조.

9) ‘조직법’의 특징과 역할에 대해서는, H Hansmann & R Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, 110 Yale L J 387 431 (2000).

10) III. 2. 참조.

일본은 투자신탁을 신탁관계로만 보고 필요최소한의 규정만을 투자펀드법에 두고 나머지는 신탁법의 적용을 받도록 하고 있다.¹¹⁾ 우리나라도 일본과 마찬가지로 투자신탁의 법률관계 내지 기본구조를 신탁법리로만 파악하는 것이 일반적이다. 이는 일본 증권투자신탁법을 모범으로 하여 증권투자신탁업법을 제정한 역사적 이유와 함께 투자신탁에 대한 학문적 연구가 일천하여 일본의 학설을 특별한 비판의식없이 받아들인 결과로 보인다. 그러나 우리나라의 투자신탁을 일본과 같이 신탁관계로만 설명하는 것은 논리적으로 무리가 있을 뿐 아니라 투자신탁관계의 실질에도 부합하지 않는다. 예컨대 우리법에는 일본과 달리 수탁회사의 운용사 감시등과 같은 신탁법리로 설명이 곤란한 내용들이 다수 포함되어 있기 때문이다.¹²⁾

우리나라에서도 1999년 대우채환매사태를 계기로 환매소송이 제기되면서 투자신탁에 대한 학문적 연구가 시작되었으나 소송과 직접 관련된 판매회사의 법적지위와 환매의무 유무에 대한 지엽적인 부분에 집중되었고 투자신탁의 법적성질 내지 기본구조에 대한 연구는 본격적으로 행해지지 못했다. 그 결과 투자신탁제도에 관한 법령개정작업 또한 이론적 바탕없이 비체계적으로 이루어져 현행 자본시장법상 투자신탁은 일본의 투자신탁과 영국의 투자신탁 중간 정도의 어정쩡한 모습을 하고 있다. 더 늦기 전에 투자신탁의 법률관계 내지 기본구조에 대한 이론적 체계를 정립하고 그에 기초하여 투자신탁 당사자간의 관계(권리, 의무, 권한 및 책임)와 투자신탁의 전 과정을 규율할 구체적이고 명확한 규정을 자본시장법에 마련할 필요가 있다.

이 글에서는 우선 그간 우리나라에서 있었던 투자신탁의 법률관계에 대한 논란을 간략히 소개한 다음, 투자신탁의 탄생과 발전에 주도적 역할을 해 온 영국과 미국의 투자신탁 기본구조를 살펴보고 그에 기초하여 우리 투자신탁의 기본구조를 어떤 모습으로 정립해 나가는 것이 바람직한지에 대해 생각해보고자 한다. 이를 위해 ‘투자신탁의 기본구조’의 파악에 필요한 한도에서, 영미에서 투자신탁이 어떤 모습으로 발전해왔고 현재는 어떤 구조를 취하고 있는지를 간략히 살펴본다. 그런데, 영미의 투자신탁은 그 발전단계 혹은 유형에 따라 각각 특유한 용어로서 다르게 표현된다. 이러한 투자신탁의 특유한 명칭은 그것을 번역하는 경우 원래의 의미를 전달하기 어렵고 오히려 오해를 유발할 수 있기 때문에 필요하다고 판단되는 경우에는 논의의 편의상 원용어를 그대로 사용한다.

II. 투자신탁 법률관계에 대한 논란

1. 주요 경과

(1) 1998년에 투신업법이 대폭 개정(시행은 1999.9.16) 되기 전까지 우리나라의 증권투자신탁은 채권투자신탁 즉, 채권에 주로 투자하는 채권펀드가 대부분을 차지하고 있었다. 그리고 이들 채권펀드는 매출식 설정¹³⁾, 채권 장부가평가¹⁴⁾, 과거가격방식¹⁵⁾에 의한 기준가

11) II. 3. (4) .

12) 우리법의 내용에 대해서는 II. 2. (1) 및 IV. 1. 참조.

13) 운용사나 판매회사가 자신의 자금으로 투자신탁을 설정하여 수익증권을 취득한 후 그 수익증권을 투자자에게 매각하는 방식을 말한다. 이에 반해 모집식은 투자자에게 수익증권을 매각하여 모은 자금으로 투자신탁을 설정하게 된다.

14) 채권의 취득가격에 경과이자를 더하여 채권가격을 평가하는 것을 말한다.

15) 과거가격방식(historical pricing system)이란 펀드 지분증권의 매수 또는 환매 청구시점 이전에 이미 산정되어 있는 펀드 순자산가치(net asset value;NAV)로 펀드 지분증권의 거래가격을 결정하는 것을 말한다. 이에 반해 미래가격방식(forward pricing system)은 매수 또는 환매 청구시점 이후에 산정된 NAV로 거래가격

격 산정, 당일환매¹⁶⁾, 투신사 고유재산에 의한 환매제도로 인해 사실상 은행예금상품과 다를 바 없는 확정금리부상품으로 취급되었다. 따라서 투자자와 투자신탁회사 모두에게 실질적으로 중요한 의미를 가지는 것은 투자신탁회사가 판매한 펀드를 그 고유재산으로 환매해 줄 수 있는지 여부 즉, 투자신탁회사의 채무건전성이었다. 이 시기에는 투신업법의 규정이 명확하지 않았고 이에 대한 학설 또한 없었기 때문에, 투자신탁의 수탁회사를 단순한 신탁재산 보관자로 보았고 신탁재산의 실질적 처분권한을 가진 위탁회사(투자신탁회사)가 증권투자신탁 신탁재산의 대외적 법률행위의 당사자가 되어야 한다는 전제하에 신탁재산을 관리하는 것이 관행이었다. 예컨대, 신탁재산으로 유가증권 거래시 위탁회사는 자신명의의 계좌를 통해 거래하고 수탁회사는 그 거래결과에 따른 대금결제 및 유가증권 인수도등의 업무만을 사후적으로 수행하였으므로, 수탁회사가 거래 당일 오후에 펀드별 운용지시서를 위탁회사로부터 받은 시점에서는 이미 거래가 성립된 후였다.

(2) 1999년 8월 12일 발생한 소위 ‘대우채 환매사태’로 인해 판매회사의 환매의무와 관련한 소송이 폭주하면서 증권투자신탁의 법률관계에 대한 논의가 시작되었지만, 논의는 주로 투자신탁관계에서의 판매회사의 지위 및 의무에 관한 사항으로 국한되었다. 구투신업법령 및 투자신탁약관 하에서의 판매회사의 법적지위에 관한 학설로는 i)위탁회사의 대리인으로 보아야 한다는 설,¹⁷⁾ ii)위탁매매인 또는 준위탁매매인으로 보아야 한다는 설,¹⁸⁾ iii)독립된 당사자로 보아야 한다는 설¹⁹⁾ 등으로 나뉘어 있었다. 대법원은, ‘판매회사는 증권투자신탁에 있어 단순히 위탁회사의 대리인에 불과한 것이 아니라 자신의 책임으로 수익증권 판매업무등을 수행하는 독립된 당사자로 보아야 할 것이다’라고 판시하여 판매회사를 독립된 당사자로 보아 판매회사의 환매책임을 인정했다.²⁰⁾ 이들 대법원 판결은 증권투자신탁 법률관계의 일반에 대해서는 구체적으로 언급하지 않고 있다.

한편, 위 대법원 판결은 구투신업법 제7조, 동법시행령 제12조 및 구투자신탁약관을 근거로 판매회사의 고유재산에 의한 환매의무를 인정하고 있다. 대법원 판결의 결론은 타당한 것으로 보이나 그에 이르는 법적근거에 대해서는 다소 의문이 있다. 구투자신탁약관상으로 판매회사의 환매의무가 인정된다는 것은 명확하지만, 구투신업법령상으로도 판매회사의 환매의무가 인정되는지에 대해서는 이견이 있을 수 있기 때문이다.²¹⁾ 사건으로는 구투신업법 하에서의 판매회사의 환매의무의 근거는 구 투신업법령에 따라 제정된 투자신탁약관에서 찾는 것이 타당할 것으로 생각된다. 그 이유는 다음과 같다. 구투신업법 하에서 장부가평가·과거가격에 의한 당일환매시스템을 정상적으로 작동시키기 위해서는 통상적인 상황 하에서는 판매회사의 고유재산에 의한 환매가 필수적으로 요구되었다.²²⁾ 따라서 판매회사는 투자

결정한다.

16) 투자자가 환매청구한 당일 환매금을 지급하는 것을 말한다.

17) , “위탁회사, 판매회사의 수익증권 환매책임과 환매유예제도”, 상사법연구 제20권 3호 (2001) 387면, 394-395면 ; “고유재산에 의한 환매의무가 인정되던 상황에서는 위탁매매인에 가까운 쪽이었다고 한다면 신탁의 해지가 강제되는 개정법 하에서는 오히려 대리인에 접근하는 것”으로 보는 견해는, 김건식, “수익증권 판매회사의 환매의무” BFL 제12호 (2005.7) 67면, 77-78면.

18) 이철송, “증권투자신탁에서의 환매청구권의 본질과 판매회사의 환매의무”, 인권과 정의 제342호 (2005.2); 김태병, “증권투자신탁 판매회사의 환매책임” 저스티스 제84호 (2005).

19) 이중기, 투자신탁의 지배구조 100-101면의 논의 참조.

20) 대법원 2006.12.8. 선고2002다1·9018판결, 대법원 2008.6.12. 선고2007다70100판결 등

21) 이에 대한 자세한 내용은 박삼철, “수익증권 환매관련 대법원 판결에 관한 소고”, 금융법연구 제4권 제1호 (2007).

22) 대우채 환매사태 당시는 펀드운용과 펀드판매의 분리정책에 따라 기존의 투자신탁회사는 증권사로 전환하고

신탁약관· 수익증권판매계약서를 통해 통상적인 경우 자신의 고유재산으로 자신이 판매한 수익증권을 환매하겠다고 약속함에 따라 판매회사는 수익자에 대해 약관상 의무를 부담하였다. 이러한 약관상의 환매의무는 i) 대량환매등의 경우에는 신탁일부해지 방법으로 환매할 수 있도록 되어 있었고, ii) 펀드보유자산의 처분불능이나 평가 곤란시에는 환매연기제도가 예정되어 있었으므로 투자신탁법리에도 반하지 않는 것으로 보아야 한다.²³⁾

(3) 2002년과 2003년에 대법원은 위탁회사와 수탁회사간의 법률관계는 신탁법상의 신탁으로서 그 신탁재산의 소유자는 수탁회사이며 신탁재산에 관한 대외적 법률행위는 수탁회사를 통해서 해야 한다고 판결²⁴⁾하여 종래의 투신업계의 업무처리관행의 유효성을 부정하면서 투자신탁 법률관계에 대한 논의가 본격화되었다. 이 이슈는 이후 법개정을 통해 투자신탁재산의 효율적 운용을 위해 불가피한 일정한 거래(증권시장에 상장된 증권의 매매, 장내파생상품 매매, 단기대출, 어음 및 양도성예금증서의 매매, 대외지급수단의 매매, 투자위험회피를 위한 장외파생상품매매등)와 일정한 기준에 따른 스왑거래에 대해서는 위탁회사의 명의로 직접거래를 할 수 있다는 것을 법률에서 명시하는 방법으로 해결한 바 있다.²⁵⁾ 위 대법원 판결도 위탁회사와 수탁회사의 법률관계에 대해서만 신탁관계라고 판단하였을 뿐이고, 수익자와 위탁회사간의 관계나 판매회사의 지위등 투자신탁의 기본구조에 대해서는 명시적인 입장을 밝히지는 않았다.

2. 문제의 제기

(1) 이처럼 투자신탁의 법률관계와 관련한 논란이 발생하게 된 원인은 투자신탁의 기본구조에 관한 법규정이 불명확하거나 혼란을 초래하기 때문이다. 자본시장법상의 투자신탁 기본구조에 관한 주요 내용은 다음과 같다(투자신탁의 기본구조에 관한 법규정은 증권투자신탁업법, 간접투자자산운용업법, 자본시장법에서 약간씩 다르긴 하지만 기본적인 구조는 대동소이하다) :

(i) 투자신탁은 “집합투자업자인 위탁자가 신탁업자에게 신탁한 재산을 신탁업자로 하여금 그 집합투자업자의 지시에 따라 투자운용하게 하는 신탁형태의 집합투자기구”(9조18항1호)이다. 여기서 집합투자는 “2인 이상의 자에게 투자권유하여 모은 금전등을 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적가치있는 투자대상자산을 취득·처분 기타방법

운용사를 설립했다. 이에 따라 펀드판매는 증권사가 담당하고 있었다.

23) 구투신업법 하에서의 ‘환매’는 신탁일부해지에 의한 환매와 판매회사의 고유재산에 의한 환매 모두를 포함하는 개념으로 사용되고 있었는데 양자는 차이가 있었다(신탁일부해지에 의한 환매는 수익권을 소각하고 따라서 신탁재산이 감소하는데 반해, 판매회사 고유재산에 의한 환매는 판매회사가 수익자 지위를 보유하고 신탁의 일부해지가 없으므로 신탁재산은 변하지 않는다).

24) 위탁회사가 수익자에 대해 부담하는 환매대금지급채무와 신탁재산에 속하는 채권을 상계할 수 있는지가 핵심쟁점이 된 사안에서, 대법원은 신탁법 및 증권투자신탁업법의 법리에 따라 수탁회사가 신탁재산의 소유자가 된다는 점을 전제로 하여 위탁회사는 수탁회사를 통하지 않고 스스로 신탁재산에 관한 상계권을 행사할 수 없다고 실시하였다(대법원 2002.11.22. 선고 2001다49241판결). 또 대법원은 증권투자신탁 신탁재산에 편입되는 미국 달러화의 환위험을 헤지하기 위해 행한 선물환거래의 주체 및 이행책임자가 누구인지가 핵심쟁점이 된 다른 사건에서, 증권투자신탁 신탁재산의 대외적 소유명의자는 수탁회사이고 위탁회사는 내부적 의사결정자일뿐 그에 따른 대외적 법률행위는 수탁회사를 통하여 하여야 한다”고 실시하였다(대법원 2003.4.8선고, 2001다38593판결).

25) 자본시장법 제80조1항, 시행령 제79조2항, 금융투자업규정 제4-49조.

- 으로 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 것”(6조5항)으로 정의되어 있다.
- (ii) 투자신탁을 설정하고자 하는 집합투자업자는 법정 기재사항이 포함된 신탁계약서에 의하여 신탁업자와 신탁계약을 체결하여야 하며(188조1항), 투자신탁을 설정하는 경우 신탁업자에게 해당 신탁계약에서 정한 신탁원본 전액을 금전으로 납입하여야 한다(188조4항)
 - (iii) 투자신탁을 설정한 집합투자업자는 수익증권 발행가액 전액이 납입된 경우 신탁업자의 확인을 받아 수익증권을 발행해야 하며(189조2항), 수익자명부 작성업무를 예탁원에 위탁해야 한다(189조6항)
 - (iv) 집합투자업자는 투자신탁재산의 보관·관리업무를 신탁업자에게 위탁해야 한다(184조3항)
 - (v) 집합투자업자는 집합투자기구가 설정·설립된 경우 그 집합투자기구를 금융위에 등록해야 한다(182조)
 - (vi) 집합투자업자는 투자신탁을 해지할 수 있다(192조)
 - (vii) 집합투자업자는 환매·매수한 수익증권을 소각해야 한다(191조4항, 235조7항)
 - (viii) 투자신탁재산을 보관·관리하는 신탁업자는 그 투자신탁재산을 운용하는 집합투자업자의 운용지시·운용행위가 법령·투자신탁약관·투자설명서등에 위반되는지 여부를 확인하고 위반사항이 있는 경우 그 집합투자업자에게 철회·변경·시정을 요구하여야 한다(247조1항) (이 법에서 신탁이란 신탁법 1조2항의 신탁을 말한다(9조24항))
 - (ix) 투자신탁의 집합투자업자(투자신탁재산을 보관·관리하는 신탁업자 포함)는 투자신탁재산의 취득·처분을 한 경우 그 투자신탁재산으로 그 이행책임을 부담한다(80조2항)
 - (x) 집합투자기구는 이 법에서 특별히 정한 경우를 제외하고는 상법 및 민법의 적용을 받는다(181조)
 - (xi) 투자신탁이 발행하는 수익증권의 판매에 대해서는 증권신고서 규제가 적용되고(제3편 제1장), 수익증권의 환매에 대해서는 집합투자재산의 매각에 의한 재산으로 환매해야 한다(제235조 5항).

(2) 위의 자본시장법상 투자신탁 관련 규정들을 자세히 들여다보면 투자신탁의 기본구조와 관련하여 혼란을 초래하거나 체계적이지 못한 규정들이 다수 발견된다. 즉, 투자신탁의 설정·해지나 수익자명부 작성·관리를 운용사의 권한으로 정하는 규정²⁶⁾과 운용사로 하여금 투자신탁재산의 보관·관리업무를 수탁회사에게 위탁하라는 규정²⁷⁾이 있는데, 이러한 규정들은 운용사를 투자신탁의 수탁자로 이해하는 단초가 될 수 있어 투자신탁의 기본구조 내지 법률관계의 규명을 어렵게 하고 있다. 또한, 자본시장법은 “설정”이라는 용어를 집합투자기구로서의 투자신탁(스킴)을 만드는 경우와 수익증권 판매로 모은 자금을 수탁회사에 납입하여 신탁법상의 (투자)신탁을 설정하는 경우 모두에 사용하고 있다. 그리고 투자신탁의 수익권과 그 수익권을 표창하는 유가증권인 수익증권을 명확히 구분하여 사용하지도 않는다. 이러한 체계적이지 못한 용어사용은 개념의 혼란 나아가 투자신탁의 기본구조의 이해를 어렵게 한다. 투자신탁의 기본구조와 관련한 이러한 규정들은 투자신탁의 법률관계와 관련하여 앞에서 본 바와 같이 업계실무에 혼란을 초래하고 투자신탁관계의 법적 안정성을 떨어뜨려 법률리스크를 초래할 뿐 아니라, 투자신탁의 법률관계를 학문적으로 명확하게 설명하지 못하게 하는 장애요인이 되고 있다.

26) 제188조 제4항, 제189조 제2항 및 제6항, 제192조.

27) 자본시장법 제 184 제3항.

3. 투자신탁관계에 대한 학설

(1) 총설

종래 우리나라에는 투자신탁의 법률관계를 신탁법리로만 파악하려는 법적신탁관계설과 실질적신탁관계설이 있는데 법적신탁관계설이 다수설이라고 할 수 있다. 법적신탁관계설과 실질적신탁관계설은 신탁관계로만 투자신탁관계를 파악한다는 점에서는 동일하지만 다음과 같은 점에서 차이가 있다. 법적신탁관계설은 투자자와 운용사간의 신탁관계를 투자신탁의 기본관계로 보고 운용사와 수탁회사의 신탁관계는 신탁재산의 보관을 위한 부차적인 신탁관계로 본다. 반면에, 실질적신탁관계설은 투자신탁 법률관계의 기본관계를 운용사와 수탁회사간의 신탁계약(신탁관계)으로 보고 수익자는 수익증권매수를 통해 수익자로서의 법적효과를 받으며 신탁계약내용을 추인하는 형식으로 투자신탁관계에 가담하는 것으로 본다. 따라서 투자자와 위탁회사 간에는 신탁관계는 아니지만 ‘신탁적인 관계’ 혹은 ‘신탁유사관계’가 존재하는 것으로 본다.

최근에는 투자신탁관계의 실질에 맞게 투자신탁관계를 신탁을 포함하는 조직계약관계로 파악하는 소위 조직계약설이 주장된 바 있다.

(2) 법적신탁관계설

법적신탁관계설(혹은 이중신탁관계설)은 투자신탁의 구조를 투자자로부터 투자금관리를 신탁받은 위탁회사가 수탁받은 업무의 일부인 신탁재산의 보관·관리업무만을 수탁회사에게 다시 신탁하는 것으로 본다. 법적신탁관계설은 투자자와 운용사 간에 신탁관계가 있을 뿐 아니라 운용사와 수탁회사 간에도 신탁관계가 있는 것으로 보므로 이중신탁설이라고도 한다. 이 견해에 의하면, 투자자는 위탁회사와의 관계에서는 위탁자이자 수익자(자익신탁)이고, 수탁회사와의 관계에서는 위탁자가 아니라 단순한 수익자에 불과하다고 본다(타익신탁). 또 위탁회사와 수탁회사간의 신탁은 ‘소극신탁’으로 본다.²⁸⁾

법적신탁관계설에 대해서는 다음과 같은 비판이 제기된다: (i) 투자신탁의 실질을 살펴보면 투자자와 운용사 간에 신탁설정행위가 있는 것으로 인정하기 곤란하다.²⁹⁾ ‘매출식’ 투자신탁의 경우 수익자는 신탁재산을 형성하는 새로운 재산적 처분없이 투신사(판매사)의 출연행위로 인해 이미 설정되어 있는 신탁의 수익지분을 판매회사로부터 이전받는 것에 불과하므로, 수익자와 운용사간에 수익지분의 매각 외에 청약금의 신탁행위가 성립되는 실질을 발견할 수 없다.³⁰⁾ ‘모집식’ 투자신탁의 경우도 투자자는 운용사와 수탁회사가 체결한 신탁계약의 수익지분(수익증권)을 매수하여 수동적으로 수익자가 될 뿐이므로, 투자자가 운용사에 대해 위탁자 지위를 갖는 것으로 논리구성하는 것은 타당성이 부족하다.³¹⁾ 다만, 투자자로

28) 들어, 김건식·정순섭, 자본시장법 (2009) 586면 이하.

29) 同旨, 김용재·강태양, “신탁형 집합투자기구에 있어서 집합투자업자의 지위 및 신탁형 집합투자기구의 합병과 관련한 법적 쟁점 소고”, 금융법연구 제8권 제1호(2011), 329면 (이하, “김용재·강태양”); 이중기, “투자신탁의 법적 성질과 당사자들의 지위”, 상사법연구 제23권 2호 (2004.9) 183면(이하 “이중기, 투자신탁의 법적 성질과 당사자들의 지위”), 187면. 강희철·조상욱·차태진, “증권투자신탁의 몇가지 법적 쟁점”, 증권법연구 제4권 제2호(2003).

30) 1995년 증권산업선진화방안 시행 이전에는 투자신탁회사 자금에 의한 매출식으로 투자신탁이 설정되었으나, 동 방안에 따라 투자신탁의 운용과 판매가 분리되면서부터는 판매사 자금에 의한 매출식으로 투자신탁이 설정되어 왔다. 그러나 간접투자법 시행이후부터는 모집식으로만 설정되고 있다.

31) , 김용재·강태양; 이중기, 투자신탁의 법적 성질과 당사자들의 지위, 187면.

부터 투자금을 집합하는 단계에서 일시적으로 투자자와 운용사 간에 신탁이 설정된다고 볼 여지가 있으나, 이러한 신탁은 위탁자가 투자신탁 설정을 위한 과정에서 설정되는 일반적인 신탁으로서 위탁회사와 수탁회사간 증권투자신탁이 성립된 후 그 목적을 달성하면 종료된다고 보아야 한다.³²⁾ 그리고 펀드업무의 실재를 보면 운용사가 투자자로부터 직접 자금을 수입하는 것이 시스템적으로 차단되어 있기 때문에 수익증권 판매대금이 수탁회사에 납입되기 이전 단계에서 투자자와 운용사의 관계를 신탁관계로 보아야 할 합리적인 이유도 찾기 어렵다. 특히 앞서 본 것처럼, 운용사는 투자금을 직접 수탁자의 신탁계좌로 송금하고 자신의 계좌로 수령하지 않는다. 투자자는 위탁회사와 수탁회사가 체결한 신탁계약의 수익증권을 매수하여 수동적으로 수익자가 될 뿐이므로, 투자자가 운용사에 대해 위탁자 지위를 갖는 것으로 논리구성하는 것은 타당성이 부족하다. (ii)대법원판례에 의하면 투자신탁 신탁재산의 소유명의자는 수탁회사인데,³³⁾ 신탁재산을 소유하지 않는 운용사를 신탁의 수탁자로 볼 수 있는지 의문이다. 신탁재산은 신탁을 채무와 구별하는 역할을 하는 핵심적 요소이므로 신탁재산의 보유없는 수탁자는 상정하기 어렵기 때문이다.³⁴⁾ 나아가 수동신탁의 유효성 자체에 대해서 논란이 있다는 점도 간과하기 어렵다.³⁵⁾ (iii)수탁회사가 부담하는 위탁회사에 대한 감시기능도 신탁법리로는 설명하기 어렵다. 소극신탁에서 수탁자는 신탁재산을 수익자에 양도하는 것 외에는 아무런 의무를 부담하지 않는 단순한 신탁재산 명의인에 불과하다고 보는데, 자본시장법은 수탁회사로 하여금 위탁회사의 신탁재산운용을 적극적으로 감시할 의무를 부여하고 있기 때문이다.

법적신탁설에 대한 이러한 비판을 고려하여 위탁회사와 수탁회사 사이에 체결되는 신탁계약은 명칭이 신탁계약이라고 되어 있지만 신탁법상의 신탁계약으로 볼 수 없고 단순히 신탁법 42조에 의한 신탁사무위임계약으로 보아야 하며, 위탁회사와 수탁회사 관계를 위임관계로 보는 학설도 있다.³⁶⁾ 하지만, 이러한 견해는 투자신탁관계의 조직계약적 측면만 보고 투자신탁의 기본적인 관계인 신탁관계를 도외시한 것이다. 특히 이 견해는 수탁회사를 신탁재산을 소유하는 ‘수탁자’로 보는 대법원판결과 이에 따른 실무관행과도 배치된다.

(3) 조직계약설

조직계약설은 투자신탁관계를 조직법적으로 정의한다. 즉 “투자신탁은 구성자산의 보유도 구로서 신탁이라는 방법을 채택한 운용자 수탁자 간의 투자신탁계획에 수익지분보유자가 참여한 집단적 조직계약관계”³⁷⁾로 본다. 투자신탁제도는 신탁으로는 설명할 수 없는 cash fund principle, 환매제도, 수탁자의 운용자 감시제도 등을 수반한 제도이기 때문에 원칙적으로 조직계약 혹은 조직법적 관계라고 보는 것이다. 하지만, 조직계약설도 투자자-운용사 간의 투자자금관계 및 운용사-수탁자 간의 ‘투자자금관계’는 신탁관계로 본다. 단지 투자자-운용사 간의 자금관계는 모집식의 경우 신탁관계로 보지만, 이는 ‘일차적 신탁’이고, 이중

32) , “투자신탁제도의 신탁적 요소와 조직계약적 요소”, 한림법학, 제9권(2000), 59면 (이하, “이중기, 투자신탁제도의 신탁적 요소와 조직계약적 요소”), 65면의 각주 7) 참조.

33) 2002.11.22. 선고 2001다49241판결.

34) 이중기 신탁법 (2007) 95면; 이중기, 투자신탁제도의 신탁적 요소와 조직계약적 요소, 94면; , 투자신탁의 법적 성질과 당사자들의 지위, 187-88면.

35) 법무부, 신탁법개정안 해설, 15-16면.

36) 백태승, “증권투자신탁의 본질과 수익증권의 환매제도”, 인권과 정의 제302호, 2면 (이하 “백태승”).

37) 이중기, 투자신탁제도의 신탁적 요소와 조직계약적 요소, 65면; 이중기, 투자신탁의 법적 성질과 당사자들의 지위, 190면.

신탁설처럼 ‘주된 신탁’으로 보지 않는다는 점에서, 또한 운용사-수탁자의 자금관계를 투자신탁의 ‘주된 신탁’으로 보고 ‘소극신탁’이 아니라고 보는 점에서 법적신탁관계설과 차이가 난다. 따라서, 조직계약설은 ‘매출식’의 경우, 투자자와 운용자간의 관계가 단순한 수익증권의 매매이고 신탁행위의 요소가 발견되지 않는 점을 계약적 관점에서 설명할 수 있다. ‘모집식’의 경우도 운용사가 자금을 수령하는 경우³⁸⁾ 투자자의 운용사에 대한 자금위탁을 신탁으로 보지만, 운용사가 그 자금으로 수탁자에 대해 투자신탁을 설정하면 그 신탁은 종료하는 것으로 보기 때문에 투자신탁 설정 후의 투자자와 운용자 사이의 관계를 계약적으로 무난히 설명할 수 있다. 또한, 조직계약설은 운용사-수탁자 사이의 신탁을 단순한 신탁이 아니라 cash fund 원칙과 환매제도의 제한을 받는 신탁으로 파악한다는 점에서 실질적 신탁관계설과도 차이가 있다. 따라서, 조직계약설은 투자신탁에서 신탁재산이 전통적 신탁과는 달리 운용기간 동안 신탁계약으로 설정한 cash fund의 운용원칙에 따라 운용되고 환매될 수 있다는 점을 쉽게 설명할 수 있다.

그러나 조직계약설도 현행 자본시장법상의 투자신탁 기본구조와 관련한 조문에는 딱 들어맞지 않는다는 문제점이 있다. 이에 대해서는 뒤에서 자세히 살펴보기로 한다.

(4) 투자신탁관계에 대한 다수설인 법적신탁관계설은 앞에서 본 바와 같이 여러 가지 문제점이 있다. 이는 입법연혁적 이유와 함께 투자신탁제도의 발전을 법규가 쫓아가지 못한 것이 함께 작용한 것으로 보인다. 먼저, 1969년에 증권투자신탁업법을 제정할 때 모범이 된 것은 일본의 투자신탁법이었으므로 투자신탁 법률관계에 대한 학설도 대체로 일본의 학설을 따르고 있었던 것으로 보인다. 일본에서는 투자신탁을 신탁법상의 신탁의 한 종류로 보고 신탁법의 특별법으로 증권투자신탁법(현재의 ‘투자신탁및투자법인에관한법률’)을 제정하였다. 따라서, 신탁법을 일반법으로 하고, 대부신탁법, 증권투자신탁법, 담보부사채신탁법을 개별신탁법으로 하는 신탁법체계를 가지고 있으며, 신탁실무에서도 증권투자신탁을 신탁의 한 종류로서 금전신탁과 나란히 자리매김하고 있다.³⁹⁾ 이에 따라 투자신탁 수탁자의 사무처리에 대해서도 신탁법이 적용되므로, 투자신탁법에서는 투자신탁계약의 체결과 해약, 투자신탁위탁업자의 인가, 업무, 행위준칙등 필요최소한의 사항만 규정하고 있고, 신탁법리에 맞지 않는 위탁자의 신탁재산운용에 대한 수탁자의 감시의무와 같은 조문은 없다. 또한, 환매등에 관한 사항도 법이 아니라 투자신탁약관에서 정하도록 하고 있다. 요약하면 일본은 아직도 여전히 투자신탁을 신탁의 일종으로 보고 투자신탁관계를 신탁관계로만 파악하고 있다. 그러나 우리나라는 증권투자신탁업법에서도 환매관련규정이나 수탁회사의 운용사 감시의무 규정등을 두고 있어 일본 투자신탁법과는 다른 모습을 가지고 있었다. 간접투자법을 거쳐 현재의 자본시장법에 이르러서는 오히려 영국의 Unit Trust에 가까운 모습을 하고 있다. 일본처럼 신탁관계로만 투자신탁을 설명하기 곤란한 상태에 이른 것이다. 그런데 문제는 1998년 증권투자신탁업법 전면개정을 거치면서 투자신탁제도가 매출식에서 모집식으로 본질적인 발전이 이루어졌음에도 불구하고 투자신탁 구조관련 법조문은 이에 맞춘 개정이 이루어지지 못했다는 점이다.⁴⁰⁾ 그 결과 투자신탁의 실질과 법규정이 조화를 이루지 못하고 있어 현재의 법규정으로는 이론적으로 일관성있는 설명이 사실상 불가능한 상태라고 할 수

38) 본 것처럼, 모집식에서 운용사는 투자금을 직접 수탁자의 신탁계좌로 송금하고 자신의 계좌로 수령하지 않는다.

39) , “信託の法務と實務”, 1992, 334면.

40) IV. 4. 참조.

있다. 이에 대해서 영국과 미국의 투자신탁제도의 발전과정과 현행 영미의 투자신탁 기본구조를 살펴봄으로써 확인하고자 한다.

Ⅲ. 영미 투자신탁의 기본구조

여기서는 ‘투자신탁의 기본구조’의 파악에 필요한 한도에서, 영미에서 투자신탁이 어떠한 모습으로 발전해 왔고 현재는 어떠한 구조를 갖고 있는지를 먼저 살펴본다. 그 다음 우리나라의 투자신탁의 구조와 다른 구조를 갖고 있는 일본의 투자신탁의 구조에 대해 살펴본다.

그런데, 영미의 투자신탁은 그 발전단계 혹은 유형에 따라 각각 특유한 용어로서 다르게 표현된다. 이러한 투자신탁의 특유한 명칭은 그것을 번역하는 경우 원래의 의미를 전달하기 어렵고 오히려 오해를 유발할 수 있기 때문에 여기서는 논의의 편의상 원용어를 그대로 사용한다.

1. 英·美 투자신탁의 발전과정

(1) 투자신탁의 초기단계

1800년대 후반 스코틀랜드에서 “investment trusts”가 최초로 탄생하여 영국 전체에서 유행하였다. investment trust를 설정하기 위한 investment trust deed는 수탁자와 수익자 대표자 간에 작성되었고, 수탁자는 신탁재산 보관 및 운용을 모두 담당하였다. 수익증권도 발행되었는데, 거래소에 상장되어 거래되었고, 궁극적으로 환매도 허용되었다.

1920년대 초반에 영국의 “investment trusts”는 미국에 소개되었는데, 미국에서는 영국과 달리 펀드를 관리하는 수탁자의 신탁선언에 의한 business trust가 투자펀드의 수단으로 이용되기 시작하였다. 1920년대의 주식투기열풍이 불면서 회사형태의 investment company가 급증하였는데, 대부분 closed-end였으며, 자본구조상 또 외부차입을 통해 높은 레버리지를 갖고 있었다. 이러한 investment company 혹은 investment trust는 대공황으로 절반이상이 파산하면서 펀드산업에 대한 신뢰가 실추하였고 투자자들은 타인에 의한 운용 즉 ‘management’라는 말 자체를 꺼리게 되었다.

그 후, 적극적인 ‘management’를 제거한 ‘Unit Investment Trust(UIT)’가 미국에서 탄생한다. UIT는 예탁자(depositor)라 불리는 관리회사(management company)가 수탁자에게 유가증권을 신탁하고, 이를 기초로 발행된 수익증서를 투자자에게 판매하는 방식, 즉 펀드의 포트폴리오증권이 ‘고정’된 ‘매출식’이었다. UIT에서는 관리회사(운용자)가 수탁자와 계약으로 투자신탁을 설정하여 신탁재산의 보관을 관리회사가 아닌 독립된 수탁자에게 맡김으로써 투자자들의 신뢰를 회복하게 된다.

이렇게 미국에서 탄생한 UIT가 영국으로 역수입되어 1930년대 영국에서 현대적 의미의 투자신탁 즉, unit trusts가 탄생하게 된다. 즉 전문적인 관리회사(운용사)가 수탁자와 계약을 통해 투자신탁을 설정하는 방식, 다시 말해 운용사와 수탁사간 신탁계약을 통해 신탁재산의 보관은 수탁사가 맡고 신탁재산의 운용은 운용사가 맡는 현대적 투자신탁이 출현하게 된 것이다.

(2) 영국에서의 unit trusts 발전과정과 Cash Fund trust의 태동

영국에서 unit trusts가 발전하는 과정은 고정형투자신탁(fixed trust), 변동형투자신탁

(flexible trust) 그리고 cash fund trust의 등장으로 요약할 수 있다.⁴¹⁾

1) 고정형투자신탁

고정형투자신탁(fixed trust)이란, 운용자가 먼저 자기 자금으로 신탁약관에서 정하고 있는 ‘특정’ 유가증권을 매입하여 신탁재산을 구성한 후 수탁자에 신탁하고 이를 기초로 발행된 수익증권을 투자자들에게 매각하는 ‘매출식’ 투자신탁을 의미한다. 이것은 미국의 UIT와 동일하다.

이러한 방식에서는 (i) 신탁의 추가설정이 허용되지 않고, (ii) 최초설정시 신탁재산에 편입된 유가증권은 고정되고 변동되지 않으며, (iii) ‘신탁재산의 개념’은 이미 편입되어 있는 ‘주식이나 채권등의 집합체’를 의미한다.

2) 변동형투자신탁

fixed trust에 이어 변동형투자신탁(flexible trust)이 나타났는데, flexible trust란 운용자가 신탁증서에 따라 투자대상자산의 규모, 성격, 비중을 ‘조정’할 수 있는 투자신탁을 말한다. flexible trust에서는 운용자가 신탁재산의 종류 편입비율 등을 변경할 수 있게 되었고, 수익증권 추가발행을 통해 펀드규모의 확대도 가능하게 되었다.

하지만 flexible trust에서도 최초 설정시에는 운용자가 자기자금으로 먼저 증권을 매입하여 신탁재산을 구성한 후 수탁자에 신탁하는 소위 ‘매출식’(appropriation principle)이 유지되었다. 다만, 추가설정의 경우 처음에는 매출식으로 이루어지다가 나중에는 현금펀드식(cash fund principle)으로 발전하였다. 즉, 운용자가 증권을 추가매입하여 추가신탁한 후 수익증권을 추가발행하여 일단 운용자가 보유하고 이를 투자자에게 판매하여 자금을 회수하는 방식을 취하였다.

3) 현금펀드 투자신탁

flexible trust는 최종적으로 현금펀드투자신탁(flexible cash fund trust)으로 발전하였다. 이러한 cash fund trust의 등장으로 신탁재산의 형성주체가 ‘운용자’에서 ‘투자자’로 변경되게 된다. 즉 flexible cash fund trust에서 운용자는 자기의 자금이 아니라 투자자들로부터 자금을 받아(accept) 그것에 기해 수익증권을 발행 판매할 때 그 대금을 투자를 위한 금전으로 신탁재산에 추가한다. 물론 투자대상물을 먼저 매수할 필요도 없게 된다.

이러한 형태의 변동형 cash fund trust의 출현은 투자신탁개념의 발전에 있어 가장 중요한 단계로 파악된다. 개념적으로 신탁재산으로 ‘금전’이 될 수 있기 때문이다.⁴²⁾ 이로써, 투자신탁의 운영에 있어 투자자로 하여금 신탁재산인 금전으로부터 자신의 수익증권을 환매할 수 있게 해주는 현대적 개방형투자신탁제도의 탄생이 가능하게 되었다. 또 수익증권인 unit의 판매와 환매에 따라 unit의 수 즉, 투자자본의 규모도 증가 혹은 감소할 수 있게 되었다. 이러한 점은 영국에 개방형투자회사 즉, OEICs가 도입되기 전까지는 회사형태가 제공할 수 없는 신탁형 투자신탁의 중요한 장점이었다.

이러한 발전으로 인해 신탁재산의 의미가 단순한 ‘특정 유가증권의 집합체’라는 개념에서

41) 내용은 Timothy C Cornick 외 4인, Collective Investment Schemes The Law And Practice(2002) 참조.

42) Cash fund trust와 cash fund의 개념에 대해서는 Kam Fan Sin, The Legal Nature of the Unit Trust, Clarendon Press(1997), 257면 이하, 특히 259-260면 참조.

운용자에 의해 적극적인 투자효율을 추구하는 운용대상으로서의 ‘투자금의 집합체’ (a cash fund)라는 개념으로 전환된 것이다. 이러한 ‘cash fund principle’은 현대 투자신탁의 운영 원칙으로 자리잡게 되었고, 영미에서 발전한 투자신탁제도는 전세제로 보급되게 되었다.

2. 영국의 Unit Trust

(1) 총설

영국의 투자펀드는 크게 (i) 금융서비스시장법(Financial Services and Markets Act 2000; 이하 “FSMA”)의 규제를 받는 개방형펀드인 CIS(Collective Investment Scheme)⁴³⁾와 (ii) 회사법의 규제를 받는 폐쇄형펀드인 Investment Trust⁴⁴⁾로 대별할 수 있다. Investment Trust란 ‘trust’란 용어와는 다르게 “투자를 통해 유가증권 기타 자산을 보유할 목적으로 회사법에 따라 설립된 폐쇄형투자회사”를 말한다. 따라서, Investment Trust에 대해서는 회사법이 적용된다. 물론, 신탁에서 회사로의 형태 전환은 가능하고, 상장시 unit trust와 같은 세제혜택을 받을 수 있다.

FSMA의 규제를 받는 CIS는 크게 신탁형 개방형펀드인 Unit Trust Schemes과 회사형 개방형펀드인 OEICs(open-ended investment company)로 대별된다.⁴⁵⁾ 아래에서는 이 논문의 주제인 ‘신탁형’개방형펀드인 Unit Trust Schemes에 대해 자세히 살펴보기로 한다.

(2) Unit Trust Scheme

영국은 FSMA에서 별도로 Unit Trust Scheme⁴⁶⁾이라는 조직법적 개념을 창설하여, “참여자를 위해 재산이 신탁으로 보유되는 집합투자계획” (a collective investment scheme under which the property is held on trust for the participants)으로 정의하고 있다.⁴⁷⁾ 이러한 조직법적 정의는 수익자가 특정자산에 대한 직접적인 이익을 가지는 것이 아니라 단순히 신탁재산에 대한 집합적 수익권(collective beneficial ownership)을 향유할 뿐이라는 의미와 함께 수탁자에 대해 자신의 지분에 상응하는 금전의 상황을 받을 수 있는 권리를 가진다는 의미를 내포한다.

Unit Trust의 법적성질에 대해, 영국의 Sin교수는 “운용자와 수탁자가 재산보유도구(holding device)로 신탁이라는 수단을 채택하여 미리 마련한 투자계획(investment scheme)에 투자자가 참여하는 조직계약”으로 파악한다. 이에 따르면 투자신탁 당사자는 상호계약관계에 있게 되며, 다만 수탁자는 계약상 의무 외에 신탁재산의 수탁자로서 수익자에 대해 신탁상의 의무도 부담하게 된다.⁴⁸⁾

1) 신탁증서

43) FSMA s. 235.

44) Income and Corporation Taxes Act 1988, s. 842.

45) Unit Trust를 인가투자신탁(Authorised Unit Trust;AUT)라고 하고, 인가받은 OEIC(authorised OEIC)를 인가개방형투자회사(investment company with variable capital;ICVC)라고 한다. AUT와 ICVC에 대한 자세한 내용은, , 투자신탁의 지배구조 67면 이하 참조.

46) 인가받은 unit trust scheme(AUT)은 FSMA s.247 및 s.247에 따라 제정된 규정(“trust scheme rules” 및 “scheme particular rule”)을 준수해야 한다. 또한, FSMA s.247 및 248의 위임에 따라 FSA가 제정한 규칙(regulations)도 준수해야 한다.

47) FSMA s. 237.

48) Kam Fan Sin, pp. 101- 104.

Unit Trust Scheme은 수익권보유자(unitholder)의 이익을 위해 운용자(management company ; the manager)와 수탁자(corporate trustee ; the trustee)간에 작성된 신탁증서(trust deed:신탁약관)에 의해 설립된다.⁴⁹⁾ 수탁자는 보통 은행 혹은 보험회사이며, 운용자가 수탁자를 선정한다.

신탁증서란 “펀드의 수탁자와 운용자 사이의 투자계획” (an arrangement between trustee and manager of the fund)을 말하는데, 변호사의 공증을 받은 후 감독당국의 인가를 받는다. 신탁증서에는 특히 다음과 같은 사항을 기재해야 한다:⁵⁰⁾

- (i) 수익권보유자는 신탁증서의 당사자였던 것처럼 신탁증서의 구속을 받는다는 내용 및 운용자와 수탁자의 권리·의무를 정한다는 내용⁵¹⁾
- (ii) 펀드재산은 수익권보유자를 위해 수탁자에 의해 신탁으로 보유된다는 선언
- (iii) 수익권보유자는 수익권 매수대금 외에 추가적인 채무를 부담하지 않는다는 내용 등

그 밖에 신탁증서에는 펀드의 명칭, 펀드의 투자권한, 펀드의 기본통화(base currency), 자산평가와 수익권가격산정의 기초, 펀드 존속기간을 정한 경우 그 뜻, 펀드의 목적, 수익권의 종류, 신탁보수와 신탁수수료 등도 필수기재사항으로서 기재하여야 한다.⁵²⁾

2) 운용자

영국에서 운용자는 타인의 자금을 대신 운용하는 ‘지위’에 있으므로 성질상 충실의무자(fiduciary)로 간주되고 충실의무를 부담한다.⁵³⁾ Unit trust scheme에서 운용자는 다음의 임무를 수행한다:⁵⁴⁾

- (i) 투자결정 및 거래(수탁회사에 운용지시)
- (ii) 펀드에 편입된 자산의 평가 및 units의 거래(다시 말해, 수탁자에 대한 unit 발행(issue)의 지시, 발행된 unit의 판매(sale), 판매된 unit의 환매(redemption), 및 수탁자에 대한 unit의 소각(cancelation)의 지시)에 적용되는 가격의 산정
- (iii) 투자자에 대한 units의 판매(selling) 및 환매(buying)
- (iv) 펀드의 회계서류의 작성, 정기보고서의 작성, 펀드의 회계, 펀드의 마케팅

3) 수탁자

수탁자는 수익권보유자에 대해 신탁의 수탁자로서 충실의무를 부담한다. 그리고 수탁자는 FSMA에 의해 투자자를 대신하여 운용자를 감시할 법정 의무가 있다. Unit trust scheme에서 수탁자는 다음의 임무를 수행한다:⁵⁵⁾

49) FSA, COLL 3.2.3 R.

50) COLL 8.2.6 R. COLL 3.2.6 R. 참조.

51) 이러한 내용은 FSMA s.247에서 명시적으로 규정하고 있다.

52) COLL 3.2.6 R. 참조.

53) 소위 ‘지위에 기반 충실의무자’(status-based fiduciary) 개념. 자세한 것은 이종기, “신의칙과 위임법리의 접목을 통한 충실의무법리의 확대와 발전”, *홍익법학* 제12권 제2호 (2011) 307면, 316면 이하.

54) Securities Institute, Unit Trust Administration (1999), p.3-13; 이종기, 투자신탁의 지배구조 78면 이하 참조.

55) Securities Institute, Unit Trust Administration(1999), p.3-14 3-16; 이종기, 투자신탁의 지배구조 79면 이하 참조.

- (i) 투자자보호 기능 (펀드가 신탁증서 및 투자설명서에 따라 운용된다는 것을 보증함으로써 투자자보호 기능을 수행한다. 수탁자는 일정한 경우에는 운용사 교체 권한도 보유한다)
- (ii) 펀드자산의 안전한 보관 (모든 펀드자산은 수탁자 명의로 보유한다. 운용사가 매수할 투자대상을 결정하면, 매수계약은 수탁자의 이름으로 집행한다)
- (iii) 수익자명부의 작성과 유지 (통상 운용사나 제3자에게 위탁하나 궁극적으로 수탁자의 책임이므로 위탁후에도 감독기능을 수행한다)
- (iv) units의 발행 및 소각 (units은 운용사의 서면지시에 따라 수탁자가 발행(issue)하고, 소각(cancel) 한다. units의 발행 · 소각이 수익자의 이익에 반한다고 판단되면 수탁자는 운용사의 지시를 거부할 수 있다.)
- (v) 신탁증서에 따른 투자목적의 준수여부 감시(위반시 운용사의 투자결정을 거부할 수 있음)
- (vi) unit의 가격에 대한 감시
- (vii) 운용사가 작성한 투자설명서에 대한 승인

3. 미국의 투자신탁

(1) 총설⁵⁶⁾

1) 미국의 투자펀드 규제법인 투자회사법(Investment Companies Act of 1940;이하 “ICA”)은 “법적형태에 관계없이” “investment company” 정의⁵⁷⁾에 해당하면 SEC에 등록을 하고 동법의 적용을 받도록 하고 있다. SEC에 등록해야 하는 investment company는 (i)management company, (ii)unit investment trust(UIT)⁵⁸⁾, (iii)face amount certificate company로 구분된다. 그리고 management company는 개방형(open-end)인지 폐쇄형(closed-end)인지, 혹은 분산형(diversified)인지 비분산형(non-diversified)인지로 구분된다.⁵⁹⁾

미국에서는 일반적으로 ‘개방형 management company’ 즉, 개방형펀드(open-end fund)를 "Mutual Fund"라는 비법률적 용어로 부른다.⁶⁰⁾

2) 미국은 펀드 자체를 규율하는 법(Investment Companies Act of 1940)과 펀드운용자를 규제하는 법(Investment Adviser Act of 1940;이하 “IAA”)을 별도로 두고 있다. IAA에 따라 SEC에 등록한 투자자문업자는 고객유형에 관계없이 모든 자를 대상으로 투자자문을 할 수 있으며

56) 내용은, James M. Storey;Thomas M. Clyde, Mutual Fund Law Handbook(1998), chapter 1 및 chapter 2 참조.

57) "Investment Company"의 정의는 다음과 같다: “any issuer of securities that is engaged, holds itself out as being engaged, or proposes to engage primarily in the business of investing, reinvesting, or trading in securities” [ICA §3(a)(1)]. 또한, 현금성자산을 제외한 총자산의 40% 이상에 상당하는 투자증권을 보유하는 자도 investment company로 간주되므로(inadvertent investment company), 등록의 대상이 되고 ICA의 규제가 적용된다.

58) UIT는 신탁증서에 따라 설립되는, 특정한 유형 · 만기의 증권에 투자하는 개방형펀드이다. 투자자문업자에게 운용을 위탁하지 않는 fixed trust이기 때문에 이사회 구성의무가 면제되고 신탁증서법 적용도 배제된다.

59) 분산형투자회사(diversified management company)는 펀드자산의 75% 이상이 증권 혹은 현금으로 구성되어야 하고, 동일발행인이 발행한 증권에 투자한 펀드자산이 5% 미만이어야 한다.

60) 폐쇄형펀드(closed-end fund)까지 포함하여 뮤추얼펀드로 부르는 경우도 드물게 있다고 한다. James M. Storey;Thomas M. Clyde, op. cit., p.4-3.

로 펀드(투자회사)에 대해서도 자문할 수 있다. 통상 투자자문업자가 스폰서가 되어 뮤추얼펀드를 설립하고 운영하게 된다.

(2) 뮤추얼펀드의 법적형태 및 핵심구조

1) 다양한 법적형태와 동일한 규제

ICA에서는 UIT에 대해서만 신탁증서에 의해 설립하도록 규정하고, 뮤추얼펀드의 법적형태에 대해 규정하지 않는다. 따라서, 뮤추얼펀드는 메릴랜드주, 메사추세츠주, 델라웨어주 법에 따라 corporation 혹은 business trust의 형태로 조직된다.⁶¹⁾ 따라서 투자회사의 법적형태는 Maryland Corporation일 수도 있고, Massachusetts Business Trust(a common law trust)일 수도 있고, 또한 Delaware Business Trust 일 수도 있다. 뮤추얼펀드의 조직형태를 선택함에 있어 주로 고려되는 사항은 주주총회요건, 주식 발행 및 환매의 유연성, 주주책임, 수탁자책임, 조세 등이다.⁶²⁾

하지만, ICA는 business trust도 corporation으로 간주하고 trustees를 회사의 directors로 취급한다. 따라서 펀드의 법적형태에 관계없이 펀드 지배구조 및 그에 따른 책임은 실질적으로 동일하며, 주주의 이사선임과 다양한 펀드행위 및 이사 보수(indemnification) 제한 등에 대한 주주승인 규정등은 business trust에도 그대로 적용된다.⁶³⁾

2) 뮤추얼펀드의 핵심구조

뮤추얼펀드 구조의 핵심은 펀드 이사회(투자신탁의 경우 수탁자회)가 펀드 관리·운영에 대해 궁극적 책임을 부담하며, 펀드운영에 필수적인 서비스(펀드운용, 펀드주식의 판매, 펀드자산의 보관, 회계등)를 제공받기 위해 외부전문가와 일련의 계약을 체결한다는 점이다.

뮤추얼펀드 운영에 필수적인 서비스는 통상 운용자(투자자문업자)와 그 계열사를 통해 제공된다. 즉 이사회가 회사경영을 한다는 점에서 일반회사와 투자회사가 동일하지만, 일상적인 업무를 일반회사에서는 임원(officers)이 수행하는 반면에 투자회사에서는 당해 투자회사와 계약을 체결한 운용자(투자자문업자)가 수행한다는 점에서 차이가 있다.

(3) Business Trust

미국 뮤추얼펀드의 절반 정도는 신탁형펀드 즉, 투자신탁이며, 투자신탁은 business trust 형태로 조직된다. Business Trust는 사업을 수행할 목적으로 만들어진 기업조직의 한 형태로서 신탁으로서 통상 사업신탁이라고 부른다.⁶⁴⁾ Business Trust에서는 신탁의 수익권이 신탁 재산에 대한 비례적 지분으로 발행되고 제3자에게 양도될 수 있다는 점에서 주식과 유사하다. 또 미국의 많은 주에서 business Trust는 제정법(사업신탁법)에 따라 설립할 수도 있다. 투자회사에 이용되는 business Trust는 일반적인 business Trust와 다른 모습으로 변용되어 있다. 즉, 일반적인 business Trust에서와 달리 수탁자가 직접 신탁재산을 운용하지 않고 외부 전문가에게 운용을 맡기고 그 자를 감시하는 역할만 수행한다.

Business Trust를 뮤추얼펀드 조직구조로 이용하는 경우, 수익권을 제한없이 발행할 수 있

61) Amy L. Goodman, The Investment Company Regulation Deskbook(1998), p.2-9.

62) James M. Storey;Thomas M. Clyde, op. cit., p.7-4.

63) James M. Storey;Thomas M. Clyde, op. cit., p.7-6.

64) 19 특히 메사추세츠주에서 회사(corporation)를 대신할 기업조직으로 신탁이 이용된데서 유래하여 메사추세츠신탁(Massachusetts Trust)라고도 불린다.

고, 정기주주총회 개최의무가 없으며, 신탁선언이 1940년 투자회사법의 적용만 받는 등의 장점이 있다. 반면에, 회사형태에 비해서 투자자들에게 익숙하지 않고, 주주의 유한책임이 상대적으로 불명확하다는 단점도 있다.⁶⁵⁾ 델라웨어주는 business trust에 대한 제정법(The Delaware business trust statute)을 제정하여 펀드채무에 대한 수익자 및 수탁자의 면책 등을 규정하고 있어 법적 안정성 측면에서 강점이 있다.⁶⁶⁾ 이에 따라 많은 뮤추얼펀드가 델라웨어주 사업신탁법에 따라 설립된다. 반면에, Massachusetts Business Trust는 ‘신탁선언’을 통해 수탁자 및 수익자의 면책조항 등을 규정하므로 법적 안정성 측면에서는 상대적으로 불리하지만 ‘신탁선언’에 따라 유연성있게 운영이 가능하다는 장점이 있다.

(4) Delaware business trust 형태로 설립된 뮤추얼펀드

1) 설립절차⁶⁷⁾

Delaware business trust의 형태로 뮤추얼펀드를 설정하는 경우 사업신탁을 설정하는데 필요한 조건과 함께 ICA가 요구하는 SEC 등록을 위한 뮤추얼펀드의 조건도 갖추어야 한다.

우선, business trust는 1인 또는 수인의 수탁자가 펀드 약정 및 신탁선언(ABC Fund agreement and declaration of trust)을 함으로써 설립된다. 수탁자는 펀드 약정 및 신탁선언에 따라 신탁에 출연되는 모든 금전과 재산을 신탁으로 보유하고 관리할 것을 선언한다. 수탁자는 각 수익자와 개별적으로 신탁계약을 체결한 것이 아니라 전체수익자와 신탁계약을 체결한 것으로 간주된다. 사업신탁 선언의 문구는 ‘수탁자 및 신탁의 수익증권 보유자 간에 신탁을 설정한다’라고 시작하는데, 이러한 신탁선언에 의해 수탁자는 투자자의 충실의무자로서 신탁재산의 법적 소유자가 된다.

사업신탁을 SEC에 등록하기 위해서는 ICA의 투자회사 요건을 갖추어야 한다. 통상 운용자(투자자문업자)가 스폰서가 되어 뮤추얼펀드의 등록을 위한 조치를 취하는데, 스폰서는 사업신탁에 최초 자본(IC 최저자본금 10만달러)을 출자하여 일반공모 전 유일한 펀드수익자(즉 투자회사의 주주)가 되고, 이들이 첫 번째 수익자총회(즉 투자회사의 주주총회)에서 최초 수탁자들을 선출한다. 이 때 수탁자 후보들도 스폰서가 선정한다.

2) 수탁자회

SEC 등록을 위해서는 수탁자로 구성되는 수탁자회(board of trustees)가 펀드 관리 및 운영에 대한 최종적인 권한과 책임을 져야 한다. 수탁자의 40%이상은 펀드운용자 등과 관계가 없는 독립수탁자(independent trustees)이어야 하는데, 실제로는 펀드 수탁자회의 과반수 이상을 독립수탁자로 구성한다.⁶⁸⁾ 수탁자 중 한명이 펀드 수탁자회의 의장이 되며 통상 수탁자회 의장이 펀드의 CEO·CFO·CAO도 겸한다(수탁자회 의장 겸 펀드 CEO는 통상 운용자 즉 자문업자의 CEO가 겸임한다).⁶⁹⁾

중요사항의 경우 펀드수탁자회 결의가 필요한데, 수탁자회의 결의와 별개로 독립수탁자의 결의를 추가로 요구한다.(따라서, 독립수탁자는 두번 결의에 참여하게 된다). ICA에 의하면,

65) Amy L. Goodman, p.2-9 2-10.

66) James M. Storey;Thomas M. Clyde, op. cit., p.7-7.

67) 보다 자세한 내용은 James M. Storey;Thomas M. Clyde, op. cit., p.7-10 및 7-57 참조.

68) James M. Storey;Thomas M. Clyde, op. cit., p.5-4.

69) James M. Storey;Thomas M. Clyde, op. cit., p.7-21.

펀드 이사회, 즉 수탁자회가 투자자문, 펀드판매, 자산보관 등의 서비스를 제공할 자를 선정하여 이들과 계약을 통해 이들에게 이러한 업무를 위탁한다. 특히, 투자자문계약은 펀드 수탁자회(즉 이사회) 및 수익자총회(즉 주주총회)의 승인이 필요하고, 기타 판매계약 등은 펀드이사회의 승인만 있으면 된다.

(closed-end 펀드는 통상 외부 자문업자에게 운용위탁하지 않고 자체적으로 운용하므로 이러한 절차는 필요없다).

3) 수탁자의 의무⁷⁰⁾

수탁자는 신탁의 수탁자로서 주법 및 연방법에 따른 충실의무를 지게 된다. 먼저, 수탁자는 사업신탁이 설립된 주의 신탁법에 따라 의무의 내용이 조금씩 다르나 대체로 duty of care와 duty of loyalty를 지게 된다. 수탁자, 즉 이사회멤버는 유사한 상황에서 합리적으로 신중한 사람이 행할 수준의 주의를 다해야 하며(duty of care, 메사추세츠 버전으로는 'Prudent Man Rule'), 뮤추얼펀드에 가장 이익이 된다고 합리적으로 믿는 방법으로 선의로 행위해야 한다. 또한 수탁자, 즉 이사회멤버는 자기나 타인의 이익이 아니라 뮤추얼펀드의 이익을 우선하여 자신의 권한을 행사해야 한다 (duty of loyalty).

한편 ICA도 뮤추얼펀드의 이사회로 하여금 당해 뮤추얼펀드가 펀드주주의 최선의 이익을 위해 운영되고 있는지를 감시하고 감독할 충실의무를 부과한다. 특히, 수탁자에 대해 펀드 성과, 펀드 투자목적 및 정책의 유지, 외부서비스제공자와의 관계, 전반적인 법규준수 등을 모니터할 의무를 부과한다.

4) 투자자문업자의 의무

투자펀드의 설립을 주도하고 운용을 담당하는 투자자문업자(Investment Adviser)에 대해서는 투자자문업자법이 추가적으로 적용된다. 투자자문업자는 투자자문업자법 §206(3)에 따라 뮤추얼펀드에 대해 충실의무를 부담한다. 구체적으로는 최선이행의무(best execution), 고객수요에 적합하게 운용할 의무(suitability), 고객이익전념의무(exclusive loyalty to the client)등이 포함된다.

IV. 시사점 및 제도 발전전략

1. 총설

“투자신탁의 기본구조를 어떻게 파악할 것인가”와 더불어 고민해야 할 또 다른 문제는 “투자신탁 제도를 어떠한 방향으로 발전시킬 것인가”에 관한 것이다. 앞서 살펴본 것처럼, 투자신탁관계는 이미 전통적인 신탁을 넘어 집합적·간접적투자제도라는 목적에 맞게 진화하였다. 따라서 이제는 투자신탁을 전통적인 신탁법리로만 규명하는데 불필요한 노력을 쏟기 보다는 투자신탁의 실질에 맞는 법리구성과 그에 따른 법규정비가 필요하다. 그 동안 투자신탁법의 수차례에 걸친 개정과 특히 자본시장법 제정을 통해 우리 투자신탁은 상당부분 영국의 unit trust에 가까운 모습이 되었다. 실제로 자본시장법 제정시 영국유닛트러스트를 많이 참조하였다. 예컨대, 자본시장법에서는 투자신탁을 ‘신탁형태의 집합투자기구’로 정의하

70) 자세한 내용은 Robert A. Robertson, Fund Governance(Legal Duties of Investment Company Directors), Law Journal Press(2010), Chapter2. 참조.

고, 수탁회사의 운용사 감시대상에 운용 외에 신탁재산 평가 및 기준가격 산정도 추가하여 수탁회사의 운용사 감시기능을 강화하였다. 특히 자본시장법하에서 모집식을 전제로 한 공모투자신탁의 실제 업무절차 혹은 단계⁷¹⁾를 보면 사실상 영국 unit trust 제도와 별 차이가 없다. 이처럼 자본시장법상의 투자신탁은 상당부분 영국 unit trust와 유사하게 규정되어 있으나, 한편으로는 이와 상충하거나 부적절한 규정도 적지 않고, 있어야 할 규정이 없는 경우도 적지 않다. 따라서 우리도 투자신탁관계를 ‘신탁을 포함하는 조직계약관계’로 이해하고 이에 맞추어 자본시장법을 정비하는 것이 보다 생산적이고 실천적일 것으로 생각한다. 이러한 정비작업을 위해서는 영국의 FSMA 및 CIS 규정(trust scheme rules)이 많은 참조가 될 것이다.

한편, 투자신탁 제도의 발전방향과 관련하여 운용사의 신탁선언에 의한 자기신탁을 허용하자는 견해가 최근에 제시되었다. 즉, 법적신탁관계설과 실질적신탁관계설의 문제점은 구 신탁법과 자본시장법이 자기신탁을 허용하지 않은데서 비롯된 것이기 때문에, 자본시장법의 개정을 통해 운용사의 신탁선언에 의한 자기신탁을 허용하여야 한다는 것이다.⁷²⁾ 이 견해에 의하면, 현행법상 운용사는 (이중신탁설에 따를 때) 수탁자와 위탁자의 지위를 동시에 갖고, (실질적신탁관계설에 따를 때) 투자자는 단지 운용사가 기획한 집합투자기구에 참가할 것을 동의한 후 수익증권을 매수함으로써 신탁관계에 참여하는 수익자의 지위만 가진다. 따라서, 운용사가 진정한 수탁자이고 신탁업자는 자산보관업자에 불과한 현실과 법이 조화되려면, 운용사의 신탁선언에 의한 자기신탁을 허용하여 운용사가 신탁계약이 아닌 신탁선언서를 작성하여 스스로를 수탁자로 하는 신탁을 설정하도록 하고, 자신의 명의로 신탁재산을 운용하며 그 자산의 보관을 신탁업자에게 수행하도록 위임해야 한다는 것이다.

그러나 이러한 입장에 따르면, 그 궁극적인 투자신탁의 모습은 운용사가 수탁자 지위를 겸하게 되는 초기 투자신탁의 형태로 되돌아가는 모양이 된다.⁷³⁾ 이러한 구조에 대해서는 펀드 지배구조등 여러 가지 이슈가 제기될 수 밖에 없다. 투자신탁 발전과정에서 보았듯이 초기 투자신탁에서는 수탁자가 일반신탁의 수탁자와 같이 신탁재산의 소유·보관·운용을 다 하다가, 현재의 영미 투자신탁(우리 투자신탁도 마찬가지)에서는 수탁자는 소유·보관만 하고 운용기능은 운용사가 수행하되 수탁자가 운용사를 감시한다. 자기신탁방식으로 설정되는 미국의 business trust의 경우에도 신탁선언으로 수탁자가 된 자가 직접 펀드재산을 운용하지 않고 외부의 전문가(운용사)에게 위탁하고, 수탁자는 그 운용사를 감시하는 역할을 수행한다. 게다가 수탁자의 감시기능이 실질적으로 작동하도록 수탁자의 과반수 이상은 운용사와 무관한 자(독립수탁자)로 구성하도록 하고 있다. 특히 우리 자본시장법상의 투자신탁을 자기신탁방식으로 재구성하려면 결국 미국의 business trust처럼, 7-15인의 수탁자(과반수 이상은 독립수탁자), 펀드운용의 운용사 위탁, 수탁자회의 운용사 감시 등의 구조로 바뀌어야 한다. 그러나 이러한 구조는 우리에게 너무나 생소할 뿐 아니라 투자신탁관련 규정의 많은 부분을 개정해야만 가능하다는 점에서 바람직하지 않은 것으로 생각된다. 모든 제도의 발전방향에는 ‘경로종속성’(path dependency)이 존재한다. 한국은 이미 투자신탁의 가장 발달한 형태인 영국식 unit trust 제도로의 발전과정을 거쳐 왔기 때문에 미국식 business trust제도의 도입은 현실적으로 매우 어렵다고 본다.

이하에서는 앞서 간략하게 살펴본 영미 투자신탁의 기본구조에서 우리 투자신탁제도의 현

71) IV. 4. (2) .

72) 김용재·강태양, 앞의 논문, 332면 및 333면.

73) III. 1. (1) 및 3. (3) 참조.

실과 대비한 시사점을 찾아보고 그에 기초하여 구체적인 제도정비방향을 제시하고자 한다.

2. 수탁자 지위의 정립

(1) 초기의 투자신탁은 수탁자(trustee)가 신탁재산의 소유·보관은 물론이고 운용기능도 수행하는 전통적인 신탁의 한 유형이었다.⁷⁴⁾ 그러나 영미에서 투자신탁산업의 성장과정에서 수탁자(운용자)가 펀드재산의 소유·보관·운용 기능을 모두 수행하는데 따른 폐해(횡령, 자기 거래 등)가 드러나면서 자연스럽게 수탁자기능이 분화되었다. 즉, 투자신탁재산의 운용기능은 수탁자가 아닌 별도의 독립된 전문가(운용자;manager)가 수행하고 수탁자는 투자자를 위해 그 운용자를 감시하는 기능을 수행하게 되었다. 영국에서는 법령에서 투자신탁재산 운용기능을 운용자에게 귀속시킨 반면, 미국에서는 ‘형식적’으로 투자신탁재산 운용기능이 수탁자에게 유보되나 ‘실질적’으로 외부위탁을 통해 운용자에 귀속시킨 점이 차이가 있을 뿐이다. 한편, 앞에서 살펴본 바와 같이 영미의 투자신탁에서는 신탁의 본질적인 요소 즉, 신탁재산의 소유, 수익자명부의 작성·관리와 같은 권한은 여전히 수탁자에게 귀속된다.

(2) 우리나라에서도 운용기능의 운용자 귀속과 수탁자에 의한 운용자 감시 구조는 자본시장법에 반영되어 있다. 문제는, 운용자로 하여금 “신탁재산의 보관관리를 신탁업자에게 위탁하라”는 규정(자본시장법 184조3항)등으로 인해 투자신탁에서의 수탁자가 누구인지에 대해 불필요한 논란이 야기되고 있는 점이다. 또한, 자본시장법은 수익자명부 작성·관리권한등을 운용자에게 귀속시키고 있는데 이러한 기능은 신탁재산과 직접 관련된 것이므로 신탁재산의 소유명의자 즉 수탁자에게 귀속되는 것이 법리에 맞다. 물론 영국의 경우도 실제 수익자명부 작성관리업무는 수탁자가 운용자에 위탁하는 것이 일반적이지만, 신탁법리상 적어도 형식적 권한은 수탁자에게 귀속되어 있다.⁷⁵⁾

한편, 자본시장법은 “투자신탁 수탁자의 사무처리에 신탁법이 적용되나?”라는 불필요한 의문을 야기하는 조문을 두고 있다. 자본시장법은 “집합투자기구에 대해 동법에서 특별히 정한 경우를 제외하고는 상법 및 민법의 적용을 받는다”고 규정하기 때문이다(181조). 자본시장법상 수탁자에게 신탁재산의 처분권한이 부여되지 않는 신탁(소위 ‘관리신탁’)은 금융투자상품에서 제외되어 동법의 규제를 받지 않는다(3조1항2호). 따라서, 투자신탁의 경우 수탁자 입장에서 관리신탁에 해당하면 자본시장법상 신탁업자에 대한 규제(행위규제등)도 적용받지 않을 가능성이 생긴다. 다시 말해, 자본시장법에서 ‘투자신탁의 수탁자’에 대해 명시적으로 규정하는 사항은 적용되겠지만, 그렇지 않은 사항에 대해서는 자본시장법상 신탁업자에 대한 규제가 배제될 가능성이 생기는 것이다. 그런데, 제181조는 이 경우 “상법 및 민법의 적용을 받는다”라고 하고 있기 때문에 ‘신탁법의 적용은 배제’된다는 해석가능성을 열

74) 민사신탁은 ‘재산을 타인에게 증여 또는 양도할 목적으로’ 신탁(donative trust)을 이용하는데 비해, 투자신탁에서는 ‘자신의 재산증식을 목적으로’ 신탁을 이용한다는 점에서 근본적인 차이가 있다.

중에서 금전신탁은 자신의 재산증식을 목적으로 한다는 점에서 투자신탁과 유사하나, 상사금전신탁의 경우 원칙적으로 투자자별로 형성된 신탁재산이 독립적으로 운용되는 개별적인 투자수단임에 비해 투자신탁은 다수투자자의 자금이 하나의 신탁재산이 되어 운용되는 집단적인 투자수단이라는 점에서 차이가 있다. 민사신탁이나 상사금전신탁에서는 수탁자가 신탁재산의 소유권을 가질 뿐 아니라 신탁재산 운용권한도 가지고 있으나, 투자신탁에서는 신탁재산 운용기능은 신탁의 수탁자가 아닌 전문적인 운용자가 맡는다는 점에서 차이가 있다.

75) COLL 6.4.4 R 은 수익자명부의 작성관리자를 수탁자로 할지 혹은 운용자로 할지에 대해 신탁증서로서 정하도록 하고 있다.

어놓았다. 따라서, 자본시장법을 개정해 집합투자신탁의 수탁자는 신탁재산의 소유자이자 신탁법상 수탁자라는 사실을 명확히 정립할 필요가 있다. 즉, 신탁재산의 소유 및 행위주체가 수탁자라는 점을 명시적으로 선언할 필요가 있는 것이다.

3. 투자신탁계획 개념의 창설

(1) 영국 FSMA는 별도로 ‘투자신탁계획’ (unit trust scheme)이라는 개념을 창설하여 이를 ‘참여자들을 위하여 수탁자가 재산을 ‘신탁’ 으로 보유하는 집합투자계획’ 으로 정의한다. 투자신탁계획이라는 개념에서 ‘신탁’ 은 투자계획의 한 부분적 요소에 불과하다는 것을 법률에서 명확히 하고 있다. 이는 투자신탁관계에는 투자재산을 신탁재산으로 보관하는 신탁관계 외에도 투자신탁 당사자간에 많은 계약적 요소가 존재하며, 이러한 계약적 요소들은 전통적인 신탁법리만으로 규율하기는 사실상 불가능하다는 인식에 따른 것으로 볼 수 있다. 영국의 Sin 교수는 unit trust scheme의 법적 성격을 “운용자와 수탁자가 재산보유도구로 신탁이라는 수단을 채택하여 미리 마련한 투자계획에 투자자가 참여하는 조직계약” 으로 파악한다.⁷⁶⁾ 이에 따르면 투자신탁 당사자는 상호계약관계에 있게 되며, 다만 수탁자는 계약상 의무 외에 신탁재산의 수탁자로서 수익자에 대해 신탁상의 의무도 부담하게 된다. 조직계약설에 따르면 투자신탁의 신탁재산이 전통적 신탁과는 달리 운용기간 동안 신탁계약으로 설정한 cash fund⁷⁷⁾ 운용원칙에 따라 운용되고 환매될 수 있다는 점을 쉽게 설명할 수 있다. 이처럼 영국에서는 신탁형 투자신탁에 대해 ‘투자신탁계획’ 이라는 개념을 창설함으로써 신탁법리와 모순되지 않게 신탁 외의 관계(수익증권 환매등)를 법령에서 매우 구체적으로 규정하고 있다. 영국 CIS규정집(COLL)은 투자재산의 신탁적 보유에 관한 사항을 제외한 나머지 투자신탁관계 특히 당사자들의 권리, 의무, 권한 및 책임 등에 대해 매우 구체적으로 규정하고 있다. 이는 일본의 투자신탁법이 투자신탁을 ‘신탁’ 이라고 명시하고 수익증권의 환매 등 비신탁적 요소에 관한 사항을 투자신탁약관에서 정하고 있는 것과 대조되는 점이다.

미국은 영국과 달리 business trust scheme이라는 개념을 별도로 만들지 않았다. 그 대신 투자회사법(ICA)에서 어떠한 business trust가 investment company(투자회사)의 정의에 해당하면 법적형태를 불문하고 투자회사로 간주하여 ICA의 적용을 받도록 함으로써, 신탁관계 외에 투자자보호를 위해 필요한 사항을 효과적으로 규율하고 있다. 즉 법 기능적 측면에서 보면 미국의 investment company는 영국의 unit trust scheme에 상응하는 개념이라고 할 수 있다.

결론적으로, 영국과 미국의 투자신탁에서는 unit trust scheme과 investment company라는 “조직법제”⁷⁸⁾를 통해 신탁법리만으로는 커버할 수 없는 투자펀드의 법률관계를 효율적으로 규율하고 있는 것으로 보인다.

(2) 우리 자본시장법은 투자신탁을 ‘신탁형태의 집합투자기구’ 로 정의하여 투자신탁에서의 신탁(신탁법상의 신탁)과 그 신탁을 포함한 집합투자계획으로서의 투자신탁을 일응 구분하는 것처럼 보인다. 그러나 우리 자본시장법에서의 ‘투자신탁’ 이라는 용어는 ‘신탁법상의 신탁’ 과 ‘신탁형태의 집합투자기구’ 양자 모두를 지칭하고 있어, 양자는 개념적으로 명확히

76) 대한 자세한 내용은 Kam Fan Sin, pp. 101~104. 참조.

77) cash fund에 대해서는 III. 1. (2) 3) 참조.

78) ‘조직법’의 특징과 역할에 대해서는, H Hansmann & R Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, 110 Yale L J 387 431 (2000).

구분되지 않는다. 예컨대, 자본시장법은 투자신탁의 설정·해지(제188조4항, 제189조1항, 제192조5항)와 투자신탁의 등록(제182조)이라는 표현을 하고 있는데, 전자의 투자신탁은 신탁법상의 신탁을 의미하고 후자의 투자신탁은 집합투자계획을 의미한다. 즉, 전자의 투자신탁 설정은 신탁법상 신탁설정, 즉 신탁재산 납입을 의미하고, 제182조에서 ‘투자신탁이 설정된 경우 금융위에 등록해야 한다’고 할 때의 ‘설정’은 수익증권 공모전에 투자신탁계획을 감독당국에 등록하라는 것을 의미한다. 조직계약의 체결을 통해 투자신탁계획이 만들어지면 이를 감독당국에 등록한 후(당해 투자신탁계획이 법령에 반하는지 여부를 확인받은 후) 수익증권을 공모하라는 취지이다. 그리고 제188조1항에서의 ‘신탁계약 체결’이라고 할 때의 신탁계약도 신탁법상 신탁계약이 아니라 그것을 포함한 투자신탁계획을 의미하는 것으로 보아야 한다. 투자신탁계획에서 ‘신탁법상 신탁’의 ‘설정’은 제188조제4항에 따라 수익증권 발행가액(신탁원본)을 수탁회사에 납입하는 때에 비로소 있게 된다.⁷⁹⁾

앞에서 본 바와 같이 영국과 미국에서 투자펀드법이 규제대상으로 하고 있는 것은 신탁법상의 신탁 그 자체가 아니라 투자신탁계획, 즉 영국의 unit trust scheme과 미국의 investment company다. 투자신탁관계는 펀드재산이 ‘신탁’으로 보유되기는 하지만 신탁을 포함하는 집합투자를 위한 조직계약관계로서 신탁법리만으로 규율하기 어려운 많은 계약적요소를 포함하고 있기 때문이다. 우리 자본시장법상 “제도”(institution)로서의 투자신탁계획의 기본구조의 정립방향과 관련하여 시사하는 바가 적지 않다. 투자신탁관계를 ‘신탁을 포함하는 조직계약관계’로 이해하고, 그에 맞추어 자본시장법을 정비하는 것이 필요한 이유가 여기에 있다.⁸⁰⁾

4. 신탁재산 조성방식 변경에 따른 정비 : ‘매출’에서 ‘모집’으로

(1) 영국과 미국의 투자신탁개념 발전에 있어서 ‘매출식에서 모집식으로의 변경’은 ‘수탁자 기능의 분리’에 못지않은 중요한 의미를 가진다. 모집식 즉, 변동형 cash fund trust의 출현으로 인해 신탁재산의 의미가 단순한 ‘특정 유가증권의 집합체’라는 개념에서 운용자에 의해 적극적인 투자효율을 추구하는 운용대상으로서의 ‘투자금의 집합체’(a cash fund)라는 개념으로 변경된 것이다.⁸¹⁾ 즉, 수익권(unit)이 신탁재산에 대한 비례적 지분으로 발행되고 수익권의 발행대금이 투자를 위해 현금으로 신탁재산에 더해짐으로써 신탁재산의 성격은 주식회사의 자본과 별 차이가 없게 되었다. 영국과 미국은 이러한 변화에 맞추어 투자펀드법규가 정비되어 있다.

(2) 우리나라는 종래 매출식으로 투자신탁을 설정하는 것이 일반적이었으나, 1998년 개정투신업법 및 증권투자회사법 시행(1999년 9월 16일) 이후 부터 사실상 모집식으로 전환되었다. 종전의 매출식에서는 투신사(판매사) 고유재산으로 먼저 신탁재산을 형성하고 그 수익증권을 투자자에게 판매하고 환매시에도 투신사(판매사) 고유재산으로 우선 환매했지만, 현재의 모집식에서는 투자자에게 수익증권을 판매하여 모은 돈으로 신탁재산을 형성하고, 환매금도 신탁재산으로 지급하게 되었다. 문제는 실제 업무처리가 이처럼 모집식으로 변경되었음에도 불구하고 자본시장법상의 관련규정은 매출식을 전제로 한 종전의 규정을 그대로 답습하고 있다는 점

79) 성립시기와 신탁재산의 필요성 여부에 대해서는 이중기, 신탁법 94면 이하 참조.

80) 동지, 이중기, 투자신탁제도의 신탁적 요소와 조직계약적 요소, 65면.

81) Cash fund trust와 cash fund의 개념에 대해서는 앞의 III. 1. (2) 3) 참조.

이다. 이에 대해 좀 더 자세히 살펴보도록 하자.

첫째, 자본시장법은 i)운용사가 투자신탁을 설정하는 경우 신탁업자에게 신탁계약에서 정한 신탁원본전액을 금전으로 납입하여야 한다고 규정(제188조4항)하는 한편, ii)투자신탁을 설정한 운용사는 투자신탁의 수익권을 균등하게 분할하여 수익증권으로 표시하도록 규정(제189조1항)하고 있다. 투자신탁을 설정하는 경우 신탁계약에서 정한 신탁원본전액을 납입하라고 규정한 제188조4항은 매출식에서는 맞지만 모집식에서는 적절하지 않다. 모집식 공모투자신탁에서는 신탁계약에서 미리 정한 신탁원본을 납입하는 것이 아니라 모집(판매)된 금액만큼을 신탁원본으로 납입하기 때문이다. 공모투자신탁은 구체적으로 다음과 같은 절차로 이루어 진다 : (i)운용사의 신탁약관 제정 및 신탁업자와의 신탁계약(즉 조직계약) 체결 -> (ii) 투자신탁계획이 '설정'된 경우 투자신탁계획의 금융위 등록 -> (iii)증권신고서의 금융위 제출⁸²⁾ -> (iv)수익증권의 공모 -> (v)수익증권 발행가액의 납입 및 수익증권 발행 -> (vi)수익증권 발행가액(신탁원본)의 수탁회사 납입을 통한 투자신탁재산의 형성[제188조4항은 수익증권발행가액(신탁원본)을 수탁회사에 납입하는 이 과정도 투자신탁의 '설정'이라고 표현하고 있다]. (v)단계, (vi)단계에서의 수익증권발행가액의 수탁회사 납입 및 신탁재산 형성 과정을 보면, (수익증권은 거의 대부분이 판매회사를 통해 판매되는데) 판매회사는 수익증권 판매대금을 운용사를 거치지 않고 직접 수탁회사로 보낸다. 판매사는 수입당일 판매대금을 수탁회사에 송금하고, 운용사에 대해서는 판매내역금액만 통보한다. 모집식 투자신탁(공모 개방형 펀드)은 신탁계약 체결→금융위 등록→수익증권 공모 →신탁원본 납입의 과정을 거치게 되므로, 신탁계약에서 미리 정한 신탁원본을 납입하는 것이 아니라 모집(판매)된 금액만큼을 신탁원본으로 납입한다. 따라서 모집식에서는 신탁계약에서 미리 신탁원본을 정하지도 않는다. 마찬가지로, 자본시장법 제189조1항은 먼저 투자신탁을 설정(여기서 투자신탁의 설정도 신탁법상 신탁의 설정, 즉 신탁재산 납입을 의미한다)한 후 그 투자신탁의 수익권을 균등하게 분할하여 수익증권으로 표시하도록 하고 있는데, 이 조항도 매출식에서는 맞는 절차지만 모집식에서는 맞지 않다. 모집식에서는 수익증권(수익권)의 판매가 먼저 이루어지고 판매대금의 납입을 통해 신탁이 설정되고 신탁재산이 형성되기 때문이다. 투자신탁스킴 개념의 도입과 함께 정비가 필요한 사항이라고 할 것이다.

둘째, 우리 자본시장법은 '수익증권'의 발행(189조3항) 혹은 소각(235조7항)에 대해 간략하게 규정하고 있지만, 발행 혹은 소각의 전제가 되는 수익권의 설정(추가설정) 혹은 일부해지의 개념 및 발행·소각과 설정·해지와 상호관계를 분명히 하고 있지 않다. 이는 수익권의 개념과 수익증권의 개념이 무질서하게 혼용되는데 따른 것으로 보인다. 과거 매출식의 경우, 운용사(판매사)가 자신의 자금으로 먼저 투자신탁을 설정하여 수익증권을 취득한 후 이를 투자자에게 판매하고 자신의 고유재산으로 환매(정확하게는 '매수')하는 것이 일반적이었기 때문에, 투자신탁의 수익권을 균등하게 분할하여 수익증권으로 표시하고(제189조1항), 그 수익증권을 판매하고 환매하는 절차만 간략하게 규정하면 충분하였다. 그러나 현재의 모집식 투자신탁에서는 일상적으로 수익권의 판매와 환매가 일어나고 그에 따라 상시적으로 수익권의 일부설정과 일부해지가 따르게 되므로, 수익증권의 발행과 소각의 전제로서 수익권의 설정(추가설정)과 일부해지 및 그 상호관련성을 자세히 규정할 필요가 있다. 또한, 수익증권은 수익권을 표창하는 증권에 불과하고 실제 실물이 발행되지 않는다는 점을

82) 투자신탁 등록과 증권신고서 제출은 동시에 이루어진다(시행령182조5항;등록신청서를 증권신고서와 함께 제출하는 경우에는 그 증권신고서의 효력이 발생하는 때에 해당 집합투자기구(투자신탁)가 등록된 것으로 본다).

고려하면 수익증권이 아니라 ‘투자스킵에 대한 수익단위 혹은 투자단위’(즉 unit) 위주로 규정체계를 정비하는 것이 바람직하다.⁸³⁾ 영국 Unit Trust Scheme에서는 수익증권 대신에 ‘투자스킵의 unit’라는 용어를 사용하고 있다. 한편, 모집식 개방형펀드에서는 수익권의 판매·환매에 따라 수시로 수익권의 추가 설정·해지가 발생하므로 수익권의 추가설정·일부해지라는 개념을 확립해야 하는데, 자본시장법에서는 해지의 경우 일부해지를 규정하고 있지만(192조5항), 추가설정에 관한 규정은 없다. 영국의 경우 우리법상의 수익권의 설정, 판매, 환매, 해지에 대해 각각 ‘수탁자’에 의한 unit의 발행(issue), 운용사에 의한 unit의 매각(selling), 운용사에 의한 unit의 환매(redemption), 및 ‘수탁자’에 의한 unit의 소각(cancelation)이라는 용어를 사용하고, 수탁자의 unit 발행 및 소각에 대한 운용자의 발행지시권 및 소각지시권을 규정함으로써 각 개념과 그 상호관계를 분명히 하고 있다.⁸⁴⁾ 우리 자본시장법에서도 ‘투자계획에 대한 수익단위 혹은 투자단위’ 개념을 도입하면서, 운용사의 발행 및 소각 지시권 및 수탁자의 발행 및 소각권 개념의 도입을 적극 검토해볼 필요가 있다.

5. 운용사 지위 및 충실의무 정립

조직계약설에 입각하여 투자신탁을 이해하게 되면 운용사는 신탁법상의 수탁자는 아니게 된다. 하지만, 투자신탁계획에서 운용사는 (i) 투자신탁계획을 설정하는 자이며, (ii) 투자신탁계획에서 수탁자의 운용기능을 대신 수행하는 자로서, (iii) 투자신탁계획의 투자재산에 대한 관리·처분권한을 보유하는 자가 된다. 따라서, 투자신탁계획의 운용사에 대해서는 신탁상 수탁자에 준하여, 수탁자의 충실의무(fiduciary duty)를 부과하고 수탁자의 책임을 추궁하는 것이 필요하게 된다. (여기서 충실의무란 “자기의 이익과 수익자의 이익이 충돌하였을 때 수익자의 이익을 우선하여야 한다”는 의미에서의 영미식 충실의무를 의미한다).

또, 현행 자본시장법에서도 운용사에 대해 추상적인 선관의무·충실의무를 규정하고 있으나, 운용사는 펀드 투자자들의 자금을 운용하는 자로서 그 맥락에 맞게 충실의무를 보다 더 구체적으로 규정할 필요가 있다. 투자자문업자 및 신탁업자에 대해서도 마찬가지이다: 자본시장법은 제79조(운용사), 제96조(투자자문업자) 및 제102조(신탁업자)에서 선관주의의무와 충실의무를 추상적으로 규정하고 있는데, 이것을 구체화하여 고객이익우선의무, 최선이행의무 등을 명시적으로 규정할 필요가 있다.

예를 들어, 미국에서 운용자는 1940년 투자자문업자법 제206(3)조에 의해 충실의무를 부담하는데, 구체적으로는, 최선이행의무(best execution), 고객수요에 적합하게 운용할 의무(suitability), 고객이익우선의무(exclusive loyalty to the clients)등을 부담한다. 또, 퇴직연금 운용과 관련해서는 근로자퇴직급여보장법(ERISA) 제404(a)(1)(A)상의 충실의무를 부담하는데, 구체적으로 고객이익우선원칙(exclusive benefit rule), 신중한 투자자원칙(Prudent Investor Rule)등이 적용된다. 영국에서도 운용자는 일반적인 충실의무법에 의해 충실의무를 부담하는데, 특히 유럽연합도 영국과 미국의 충실의무를 참조하여 2004년도의 금융상품시장지침(the Markets in Financial Instruments Directive)에서 종래의 추상적인 충실의무를 구체화하는 업무행위규제 형태로 고객이익우선의무(제19조제1항) 및 최선이행

83) 수익증권은 주식회사의 주식과 주권에 대응되는 개념이다. 따라서 수익증권은 주권과 마찬가지로 이미 존재하는 수익권을 표창할 뿐 그 작성/발행에 의해 수익권이 발생하는 것이 아니라고 할 것이다. 이종기, 투자신탁의 지배구조 91면.

84) COLL 6.2.2 G, 6.2.6 R, 6.2.16 R 등 참조; 이종기, 투자신탁의 지배구조 68면 이하 참조.

의무(제21조)를 명시적으로 규정하고 있다.

(1) 충실의무에 대한 기존 논의와 운용사의 충실의무

1) 충실의무의 부과 논리 I : 선관의무에 대한 동질설과 이질설

운용사에 대한 충실의무의 부과근거로는 다음 두가지를 들 수 있다. 하나는 선관의무에 기해 부과하는 것이고 다른 하나는 자본시장법 제79조 2항에 기해 부과하는 것이다. 회사법상 이사의 충실의무와 관련하여 우리나라에서는 선관의무와 동일한 것이라는 동질설 및 선관의무와 다른 것이라는 이질설이 발전되어 왔는데, 이러한 논리는 운용사의 충실의무에 대해서도 똑같이 적용될 수 있다. 즉 선관의무 동질설에 의하면, “[운용]사의 선관주의의무란 널리 위임자의 이익을 위하여 행동해야 할 의무이므로 당연히 [운용]사가 자신의 이익을 위해서 행동하는 것은 금지된다”⁸⁵⁾고 본다. 특히 “선관의무의 내용은 통일적으로 정형화되는 것이 아니라 ... 각 [수임인]의 특별한 직무에 따라 달라지므로, [수임인]의 권한이 확대되면 선관의무도 그만큼 그 내용도 강화된다.”⁸⁶⁾ 즉 동질설에 의하면, 운용사에 대한 충실의무는 선관의무에 기해서 부과될 수 있게 된다.

선관의무 이질설은 위임관계의 선관의무는 객관적 주의의무만을 부과하므로, 운용사에 대해 선관의무만을 부과하는 것으로는 운용사의 자기이익추구행위를 금지할 수 없다고 보는 입장이다. 이질설에 의하면, 선관의무로서는 충실의무를 부과하지 못하므로, 자본시장법 제79조 2항과 같이 충실의무를 부과하기 위한 특별한 근거가 필요하고, 제79조 2항은 이러한 목적에서 규정되었다고 본다.

결론적으로 어느 설에 의하건, “[운용]사의 자기이익추구는 금지되게 된다. 동질설에 의하면 [운용]사에 부과되는 선관주의의무 (혹은 선관의무의 구체화로서의 충실의무)에 의해 [운용]사의 자기이익추구행위가 금지되고, 이질설에 의하면 [운용]사의 선관의무에 의해 금지되지 않지만 별도로 부과된 [79조제2항](충실의무)에 의해 금지되기 때문이다”⁸⁷⁾

2) 충실의무의 부과 논리 II : 대법원 판례의 논리

대법원은 신탁상 수탁자의 충실의무와 관련해 다음과 같이 실시한 바 있다:

“수탁자의 충실의무는 수탁자가 신탁목적에 따라 신탁재산을 관리하여야 하고 신탁재산의 이익을 최대한 도모하여야 할 의무로서, 신탁법상 이에 관한 명문의 규정이 있는 것은 아니지만 일반적으로 수탁자의 신탁재산에 관한 권리취득을 제한하고 있는 신탁법 제31조[자기거래금지]를 근거로 인정되고 있다. 이 사건 ... 행위는 신탁재산이나 수익자의 이익과 수탁자의 이익이 상반되는 행위가 아니어서 수탁자로서의 충실의무에 위반된 행위라고 할 수 없다.”⁸⁸⁾

“대법원은 충실의무의 도출근거를 선관주의의무에서 찾지 않고 바로 자기거래를 제한하는 이익충돌금지규정에서 직접 찾고 있고, 또한 “이익이 상반되는 행위”가 바로 “충실의무 위

85) , 상법강의 (3판) (2013) 995면.

86) 최기원, 신회사법론 (제13대정판, 2009) 653면.

87) 이중기, “법무법인에 발생하는 이익충돌과 충실의무: ‘준수탁자’로서의 법무법인”, 홍익법학 제14권 제4호 (2013) 457면 (이하, “이중기, 준수탁자의 충실의무”), 464면.

88) 대법원 2005.12.22. 선고 2003다55059.

반 행위”라는 것을 명시적으로 승인”⁸⁹⁾한다. 이러한 대법원의 논리는 확실히 획기적인 것이다. 이에 의하면, 충실의무 부과를 위해 동질설과 같이 선관의무를 확장시키거나 혹은 이질설처럼 명시적인 충실의무규정을 둘 필요가 없게 된다. 단지, “문제의 수임인의 ‘지위’(status)가 이익충돌적 지위이어서 그 지위보유자에 대해 이익충돌을 금지하는 법규정이 있으면 그 이익충돌금지규정에서 충실의무를 도출할 수 있기 때문이다”.⁹⁰⁾

운용사에 대해 대법원의 논리를 적용해 보자. 운용사에 대해서는 운용사의 이익충돌적 지위 때문에 자본시장법 제82조에서 자기집합투자증권의 취득제한, 제83조에서 신탁재산에 의한 금전차입의 제한, 제84조에서 이해관계인과의 거래제한 등을 규정하고 있기 때문에, 이러한 이익충돌금지규정에 기하여 운용사의 일반적 충실의무를 도출할 수 있다. 즉 “운용사의 충실의무는 운용사가 스킴목적에 따라 신탁재산을 관리하여야 하고 신탁재산의 이익을 최대한 도모하여야 할 의무”인 것이다. 따라서 “신탁재산이나 수익자의 이익과 운용사의 이익이 상반되는 행위”는 “운용사로서의 충실의무에 위반된 행위라고 할 수 있”게 된다.

3) 기존 논의의 한계 : 구체수단의 정비와 신탁법 개정

충실의무의 부과와 관련된 기존 논의는 충실의무의 부과근거와 부과방법에 대해서 상당한 기여를 하였다. 하지만 기존 논의에서 다루어지지 않은 부분이 있는데, 그것은 충실의무위반에 대한 구체수단에 관한 것이다. “충실의무는 이익이 충돌하는 상황에서 자신의 이익을 추구하는 것을 금지하는 것이므로, 충실의무위반은 이해상충하는 사적이익을 추구 혹은 취득하는 형태로 나타난다. 따라서 충실의무위반에 대한 구체수단은 위탁인에 가해진 ‘손해’의 관점이 아니라 충실의무자가 편취할 ‘이익’의 관점에서 접근해야 하고, 구체적 구체수단도 ‘손해의 배상’이 아니라 ‘이익의 억지’ 혹은 ‘이익의 원상회복’의 관점이 강조되어야 한다”.⁹¹⁾ 이러한 문제는 신탁법 개정과정에서 본격적으로 제기되었고, 개정신탁법은 제43조에서 “[충실의무]를 위반한 경우에는 신탁재산에 손해가 생기지 아니하였더라도 수탁자는 그로 인하여 수탁자나 제3자가 얻은 이득 전부를 신탁재산에 반환하여야 한다”라는 이득반환책임을 규정하게 되었다.

(2) 충실의무의 발전방향과 ‘준수탁자’로서의 운용사의 충실의무와 책임

1) 충실의무의 발전방향

앞서 간단히 살펴본 것처럼, 신탁법, 회사법, 자본시장법 등 개별적 영역에서 충실의무법리가 발전하고 있는데, 이러한 충실의무법리는 일관성을 갖고 통일적으로 발전되어야 한다. 그리고, 이러한 통일적인 충실의무법리의 심화와 발전은 충실의무법리가 탄생된 신탁법에 기초하여야 할 것이다.⁹²⁾ 또, 동시에 충실의무법리는 신탁관계, 회사관계, 투자관계 뿐만 아니라 이익충돌의 가능성이 있는 모든 유형의 위임관계 등에 대해서도 확대적용되어야 하는데, 이러한 충실의무법리의 확대적용을 위해서는 대법원의 논리에 기초해 이익충돌가능성이 있는 위임관계를 충실의무관계로 규정하고, 당해 위임관계에 필요한 구체적 충실의무를 신의칙에 기하여 발견해 나아가야 한다.⁹³⁾ 이와 관련하여 수탁자에 준하는 자 즉 ‘준수탁자’

89) , 준수탁자의 충실의무, 466면.

90) 이중기, 준수탁자의 충실의무, 466면.

91) 이중기, 준수탁자의 충실의무, 467면.

92) 자세한, 이중기, “신탁법에 기초한 영미 충실의무법리의 계수와 발전”, 홍익법학 제12권 제1호 (2011) 29면

의 개념이 제시되었다.

2) '준수탁자'로서의 운용사의 충실의무와 책임

“위탁인의 이익을 위해 행위할 충실의무는 반드시 재산의 이전이 ‘신탁의 방법’으로 행해지는 경우에만 필요한 것은 아니다. 재산의 위탁이 ‘신탁이 아닌 다른 방법’으로 행해진 경우에도 위탁인의 이익보호가 필요한 경우 이익편취를 금지하는 충실의무의 부과 필요성은 동일하다.”⁹⁴⁾ 따라서, (i) 위탁매매인과 같이 신탁외의 다른 방법으로 재산명의를 수탁받은 자, (ii) 파산관재인과 같이 재산명의를 수탁받지 않지만 재산에 대한 법정처분권한을 갖는 자, 및 (iii) 재산명의를 이전받지 않지만 처분재량을 수권받은 자에 대해서도 성질상 허용되는 한 신탁수탁자에 준하는 충실의무를 부과하고 신탁수탁자에 준하는 책임을 묻는 것이 필요하다. 이와 같이, (i)에서 (iii)에 이르는 자들은 수탁자에 준하는 자로 볼 수 있기 때문에 ‘준수탁자’라고 부를 수 있고, ‘준수탁자’에 대해서는 수탁자에 준하는 충실의무와 수탁자에 준하는 책임을 추궁할 수 있다.⁹⁵⁾

투자신탁계획의 운용사는 (i) 투자신탁계획을 설정하는 자이며, (ii) 투자신탁계획에서 신탁수탁자의 운용기능을 대신 수행하는 자로서, (iii) 투자신탁계획의 투자재산에 대한 관리, 처분권한을 보유하는 자이므로, 신탁재산의 수탁자에 준하는 자로 볼 수 있다.⁹⁶⁾ 따라서, 투자신탁계획의 운용사에 대해서는 수탁자의 충실의무규정이 준용될 수 있고, 그 위반에 대해서는 성질상 허용되는 한 신탁법상의 이득반환책임 등이 준용될 수 있다.

3) 준수탁자로서의 충실의무와 충실의무 특칙과 관계

이와 같이 운용사에 대해 준수탁자로서의 일반적 충실의무와 신탁법상 책임을 인정하는 경우, 신탁법의 규정들과 자본시장법 등이 규정한 충실의무 특칙과의 관계가 문제된다. 예를 들어, 자본시장법은 제82조에서 자기집합투자증권의 취득제한, 제83조에서 신탁재산에 의한 금전차입의 제한, 제84조에서 이해관계인과의 거래제한 등을 규정하고 있는데, 이러한 규정들과 신탁법상 충실의무 규정의 관계는 어떻게 설정되어야 하는가? 개별법령에 규정된 충실의무 특칙규정들이 효력규정으로 해석될 수 있는 경우에는 이들 규정들이 배타적으로 적용되어야 하고, 이들 규정들이 적용되는 한도에서는 이들 규정과 저촉되는 신탁법상 충실의무 혹은 구체수단 규정들의 적용은 배제된다.⁹⁷⁾ 하지만 개별법령에서 규정한 충실의무 특칙규정들이 임의규정으로 해석될 수 있는 경우에는 이들 규정들은 배타적으로 적용될 필요가 없다. 따라서 이러한 경우에는, 신탁법상 충실의무 및 구체수단들은 병렬적으로 적용될 수 있을 것이다.⁹⁸⁾

6. 판매회사의 지위 및 역할의 명확화

93) , 이중기, “신의칙과 위임법리의 접목을 통한 충실의무법리의 확대와 발전” 홍익법학 제12권 제2호 (2011) 307면

94) 이중기, 준수탁자의 충실의무, 471면.

95) 이중기, 준수탁자의 충실의무, 474면.

96) 김용재 교수도 영미법상의 fiduciary duty를 자금수탁자의무로 부르면서, 금융투자업 부문에서 ‘타인을 위하여 자금을 관리하거나 금융자산을 운용하는 지위에 있는 자’를 자금수탁자로 정의하고 이러한 자에게 자금수탁자의무를 도입하자는 의견을 제시한다.

97) 이중기, 준수탁자의 충실의무, 476면.

98) 이중기, 준수탁자의 충실의무, 476면.

영국의 unit trust scheme의 경우 관련법규에서 투자신탁 수익지분(unit)의 판매·환매를 운용사의 임무로 규정⁹⁹⁾하고 있고, 우리처럼 판매회사의 업무로 규정하고 있지 않다. 영국에서는 원칙적으로 판매·환매는 운용사 업무이지만, 운용사가 그 업무를 증권회사 등에게 위탁할 뿐이다. 미국의 경우도 마찬가지이다. ICA에 의한 투자회사(투자신탁형태의 투자회사 포함)에서 주식의 판매·환매는 투자회사의 업무이고, 단지 그 주식의 판매·환매를 판매회사(주인수인)에게 위탁하도록 하고 있을 뿐이다. 우리나라도 그 실질은 영국이나 미국과 유사하게, 판매회사에 의해 수익증권이 판매·환매된다. 하지만, 법에서 집합투자증권(투자신탁 수익증권 포함)의 판매·환매를 ‘판매회사의 임무’로 규정한 점은 차이가 난다.

운용사·판매회사의 고유재산에 의한 판매·환매 허용여부와 관련해서도 차이가 있다. 영국과 미국의 경우 운용사·판매사는 고유재산으로 환매¹⁰⁰⁾(시장조성자 역할, 펀드규모의 안정성 유지)하지만 언제든지 수익권 소각과 일부해지를 통해 펀드재산으로 환매¹⁰¹⁾할 수 있다. 우리도 구투자신탁법하에서는 법령에서 정한 사유에 해당하지 않으면 판매회사가 자신의 고유재산으로 환매해야 한다고 규정하였다. 이는 단일환매제도 하에서 불가피한 선택이었다.¹⁰²⁾ 하지만, 자본시장법은 운용사·판매사의 시장조성자 역할을 원천적으로 차단하고, 펀드재산에 의한 환매만 허용한다. 이러한 조치는 타당한가? 운용사·판매회사 재산에 의한 판매·환매 여부는 운용사의 재량에 맡기는 것이 타당하다. 수익증권의 판매·환매는 펀드펀입자산의 평가문제와 직결되는데, 운용사에 의한 자산평가의 공정성이 담보된다면 운용사·판매회사가 시장조성역할을 수행하는 것이 오히려 도움이 된다. 따라서, 우리나라 투자신탁의 발전정도를 볼 때 자산평가의 공정성을 담보할 수 있는 장치가 확보된 것으로 보이므로, 이제는 운용사·판매회사에 대해 고유재산에 의한 판매·환매를 허용해 시장조성역할을 하도록 하는 것도 조심스럽게 검토해 볼 필요가 있다. 만약 자산에 대한 공정평가가 담보되지 않는다면, 펀드재산에 의한 환매도 투자자보호상 문제를 야기할 수 있을 것이다.

[참고문헌]

김건식·정순섭, 자본시장법 (2009)
 박삼철, 투자신탁해설(2001)
 송옥렬, 상법강의 (3판) (2013)
 이중기, 신탁법(2007)
 최기원, 신회사법론 (제13대정판, 2009)

김건식, “수익증권 판매회사의 환매의무” BFL 제12호 (2005.7) 67면
 강희철·조상욱·차태진, “증권투자신탁의 몇가지 법적 쟁점”, 증권법연구 제4권제2호(2003).
 김용재·강태양, “신탁형 집합투자자기구에서 집합투자업자의 지위 및 신탁형 집합투자자기구의 합병과 관련한 법적 쟁점 소고”, 금융법연구 제8권 제1호(2011)

99) COLL 6.2.16 R. (2) (3) 참조.

100) COLL 6.2.16 R. (4) 참조.

101) COLL 6.2.14 R (1) 참조.

102) 구법하에서의 환매제도에 대해서는 II. 1. 참조.

김태병, “증권투자신탁 판매회사의 환매책임” 저스티스 제84호 (2005)
 박삼철, “수익증권 환매관련 대법원 판결에 관한 소고”, 금융법연구 제4권 제1호(2007)
 ----- 투자펀드의 법적구조와 환매규제에 관한 연구, 고려대학교 박사학위 논문(2003)
 백태승, “증권투자신탁의 본질과 수익증권의 환매제도”, 인권과 정의 제302호 (2001)
 이중기, “법무법인에 발생하는 이익충돌과 충실의무: ‘준수탁자’로서의 법무법인”, 홍익법학 제14권 제4호 (2013) 457면
 ----- “신의칙과 위임법리에의 접목을 통한 충실의무법리의 확대와 발전”, 홍익법학 제12권 제2호 (2011) 307면
 ----- “신탁법에 기초한 영미 충실의무법리의 계수와 발전”, 홍익법학 제12권 제1호 (2011) 29면
 ----- “위탁회사, 판매회사의 수익증권 환매책임과 환매유예제도”, 상사법연구 제20권 3호 (2001) 387면
 ----- “투자신탁제도의 신탁적 요소와 조직계약적 요소”, 한림법학, 제9권(2000)
 ----- “투자신탁펀드의 지배구조에 관한 비교법적 연구” 증권법연구 제2권 제2호 (2001) 63면
 -----, “투자신탁의 법적 성질과 당사자들의 지위”, 상사법연구 제23권 2호 (2004.9)183면
 이철송, “증권투자신탁에서의 환매청구권의 본질과 판매회사의 환매의무”, 인권과 정의 제342호 (2005.2).

Amy L. Goodman, The Investment Company Regulation Deskbook(1998)
 James M. Storey;Thomas M. Clyde, Mutual Fund Law Handbook(1998)
 Kam Fan Sin, The Legal Nature of the Unit Trust, Clarendon Press(1997)
 Robert A. Robertson, Fund Governance(Legal Duties of Investment Company Directors), Law Journal Press(2010)
 Securities Institute, Unit Trust Administration(1999)
 Timothy C Cornick 외 4인, Collective Investment Schemes The Law And Practice(2002)
 H Hansmann & R Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, 110 Yale L J 387 431 (2000)
 三稜信託銀行信託研究會, “信託の法務と實務” (1992)

[Abstract]

There have been some debates regarding how to perceive the structure of Korean investment trusts following the collapse of the Daewoo group and its resulting default for their bonds, which made many Korean funds with Daewoo portfolios unable to meet their beneficial holders' request to redeem their beneficial certificates, and the redemption was suspended. But the debates were confined to the narrow issues such as the status of a sales agent of beneficial certificates or

his duties regarding holders' redemption request, and the general picture regarding the structure of the Korean investment trusts scheme has not much touched. As a result, the enactment and revision of legislations regarding investment trusts following the redemption crisis including Korean Capital Markets and Financial Investment Business Act seem to have been carried out without clear conception of "what the Korean Investment Trusts schemes are, and to what direction such institution shall develop?"

In first part of this article, authors introduce some previous debates and Korean Supreme Court's rulings regarding the status of the manager, trustee or sales agent in the Korean investment trusts schemes. Then, the authors investigate the history and evolution of Anglo-American investment funds, and suggest that although the present investment scheme structure has developed from the traditional simple trust scheme, the present investment schemes in both countries are distinct and cannot be explained from the perspectives of the trust law only. Finally, the authors argues that there is a strong 'path dependency' in Korean fund industry, and since the Korean law and regulation has followed the British model for unit trusts schemes in enacting and revising previous legislations regarding investment trusts, it is correct and less costly to explain and develop our present and future regulatory system in terms of the British model rather than Japanese one that is more trust-oriented or American one that has never been tried in Korea before.

Key words

investment trust, structure of investment trust, manager, trustee, sales agent, beneficial certificate, creation, redemption, cancellation, organizing contract, business trust, collective investment, unit trust, fiduciary duty